

业绩短期承压，下半年销量有望改善

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 半年度报告，2025 年上半年实现营收 41.19 亿元，同比 +0.24%；实现归母净利润 6.72 亿元，同比-37.64%，实现扣非归母净利润 6.67 亿元，同比-36.98%。其中，25Q2 实现营业收入 20.63 亿元，同环比分别+3.45%/+0.35%；实现归母净利润 3.11 亿元，同环比分别-45.85%/-14.01%，实现扣非归母净利润 3.13 亿元，同环比分别-44.40%/-11.85%。
- **原材料成本上升，上半年利润端承压。**2025 年上半年公司毛利率为 24.6%，同比下降 8.64pp，2025Q2 公司毛利率为 26.45%，同比下降 8.82pp；2025 上半年净利率为 16.31%，同比下降 9.9pp，2025Q2 公司净利率为 15.05%，同比下降 13.71pp。原材料成本上升导致公司利润端承压。原材料方面，据我们统计，2024 年上半年轮胎原材料平均价格指数为 118.89，同比增长 9.77%。2025 年上半年，轮胎原材料平均价格指数为 122.10，同比增长 2.7%，建议持续关注后期原材料价格走势。
- **轮胎产量、出口量稳定增长，公司销量有望改善。**国家统计局数据显示，2025 年 1-6 月中国橡胶轮胎外胎产量为 59,166.8 万条，同比增长 2.0%，据海关总署数据，2025 年上半年充气橡胶轮胎出口量为 34,895 万条，同比增长 5.5%，轮胎产量、出口量持续保持稳定增长。开工率方面，截至 2025 年 8 月 28 日，本周半钢胎开工率 72.77%，维持较高水平，全钢胎开工率 63.84%，同比有所提升。2025 年 1-6 月，公司完成轮胎产量 1,556.95 万条，同比减少 3.21%，其中，半钢轮胎产量 1,504.05 万条，同比减少 3.56%，全钢轮胎产量 52.9 万条，同比增长 7.72%。完成轮胎销售 1,487.03 万条，同比减少 1.5%，其中，半钢轮胎销量 1,437.03 万条，同比减少 1.65%，全钢轮胎销量 50 万条，同比增长 3.11%。随着 2025 年摩洛哥工厂的放量、全钢周期性产品的回暖，公司销量有望改善。
- **多措并举应对关税冲击。**面临关税的短期冲击，公司海外工厂产品售价短期承压，但订单较为充足，拉长时间周期关税将最终完全转嫁至终端消费市场。公司摩洛哥工厂产能持续爬坡，中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局，为全球化竞争提供坚实的产能基础，同时，公司充分发挥全球化智能工厂的布局优势，进一步精细化经营管理，持续开拓全球市场份额。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.52/1.91/2.20 元。考虑到公司盈利水平领先同行，海外基地建设稳步推进，销量有望改善，给予 2026 年（未来 6 个月）13 倍 PE，对应目标价 24.83 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、国际贸易摩擦、在建项目不及预期等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	85.11	95.09	108.80	119.86
增长率	8.5%	11.7%	14.4%	10.2%
归属母公司净利润 (亿元)	21.86	15.75	19.76	22.84
增长率	59.7%	-28.0%	25.4%	15.6%
每股收益 EPS (元)	2.11	1.52	1.91	2.20
净资产收益率 ROE	16.2%	11.3%	12.5%	12.8%
PE	9.18	12.74	10.16	8.79
PB	1.49	1.44	1.27	1.13

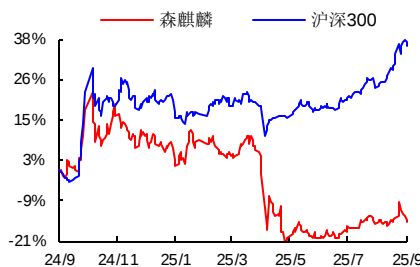
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn

分析师: 张雪晴
执业证号: S1250524100002
电话: 010-57758528
邮箱: zxqyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.36
流通 A 股(亿股)	7.13
52 周内股价区间(元)	18.33-28.6
总市值(亿元)	200.63
总资产(亿元)	181.24
每股净资产(元)	13.07

相关研究

1. 森麒麟 (002984): Q1 业绩承压, 摩洛哥工厂放量在即 (2025-04-27)
2. 森麒麟 (002984): 2024 年盈利高增, 摩洛哥工厂预计 2025 年大规模放量 (2025-01-27)
3. 森麒麟 (002984): Q3 净利润增长强劲, 摩洛哥工厂正式投产 (2024-10-22)

盈利预测与估值

关键假设：

假设公司青岛工厂（不包括航空胎）2025-2027 年销量分别为 1350/ 1400/ 1450 万条，假设泰国工厂半钢胎 2025-2027 年销量分别为 1500/ 1550/ 1550 万条，公司所有半钢胎（青岛和泰国平均）产品均价分别为 245.1/ 245.1/245.1 元/条。假设 2025-2027 年所有半钢胎（青岛和泰国平均）原材料平均价格分别为 189.69/187.80/185.92 元/条；假设泰国工厂全钢胎 2025-2027 年销量分别为 160/ 200/200 万条，单胎价格下降 1%，成本下降 1%；假设西班牙和摩洛哥工厂 2025-2027 年销量分别为 300/ 540/840 万条，单胎价格均为 283.8 元/条，单胎成本分别为 210.0/212.1/214.2 元/条；假设 2025-2027 年，公司航空轮胎销量分别为 2.4/4.0/5.0 万条，航空胎价格受原材料成本的影响较小，2025-2027 年新胎和翻新胎价格分别为 6000/ 4000 元/条。以此推算出 2025-2027 年公司轮胎产品收入增速分别为 11.7%、14.4%、10.2%，2025-2027 年轮胎业务毛利率分别为 25.02%、26.07%、27.07%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
轮胎产品	收入	85.02	95.00	108.71	119.77
	增速	8.6%	11.7%	14.4%	10.2%
	毛利率	24.81%	25.02%	26.07%	27.07%
其他	收入	0.09	0.09	0.09	0.09
	增速	-20.0%	4.2%	5.3%	-4.6%
	毛利率	90.57%	87.24%	92.90%	93.28%
合计	收入	85.11	95.09	108.80	119.86
	增速	8.5%	11.7%	14.4%	10.2%
	毛利率	32.84%	25.08%	26.13%	27.12%

数据来源：公司公告，西南证券（青岛和泰国工厂半钢胎均价和原材料均价合并计算）

根据上述假设，我们测算出公司 2025-2027 年营业收入分别为 95.1/108.8/ 119.9 亿元，分别同比 +11.7%/+14.4%/+10.2%；归母净利润分别为 15.75/19.76/22.84 亿元，分别同比 -28.0%/+25.4%/+15.6%；EPS 分别为 1.52/1.91/2.20 元。

我们选取同样主营轮胎业务的玲珑轮胎、赛轮轮胎、三角轮胎作为可比公司，2026 年三家公司平均 PE 为 9.5 倍。考虑到公司盈利水平领先同行，全球化布局持续推进，摩洛哥项目提供业绩增量，业绩有望持续增长，给予 2026 年（未来 6 个月）13 倍 PE，对应目标价 24.83 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 PE 估值（2025 年 9 月 3 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
601966.SH	玲珑轮胎	15.24	1.20	1.34	1.60	1.86	15.07	11.41	9.51	8.19
601058.SH	赛轮轮胎	14.38	1.24	1.29	1.53	1.79	11.60	11.15	9.41	8.03
601163.SH	三角轮胎	13.77	1.38	1.33	1.43	1.60	10.93	10.38	9.63	8.60
平均值							12.53	10.98	9.52	8.27
002984.SZ	森麒麟	19.37	2.11	1.52	1.91	2.20	9.18	12.74	10.16	8.79

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	85.11	95.09	108.80	119.86	净利润	21.86	15.75	19.76	22.84
营业成本	57.16	71.24	80.37	87.35	折旧与摊销	5.48	9.94	12.52	13.87
营业税金及附加	0.31	0.32	0.38	0.41	财务费用	-1.70	0.15	0.35	0.11
销售费用	1.57	1.38	1.47	1.50	资产减值损失	-0.17	-0.21	-0.18	-0.19
管理费用	2.16	4.51	4.72	5.20	经营营运资本变动	-17.23	-5.33	-7.28	-6.24
财务费用	-1.70	0.15	0.35	0.11	其他	11.35	0.49	0.06	0.26
资产减值损失	-0.17	-0.21	-0.18	-0.19	经营活动现金流净额	19.60	20.79	25.23	30.66
投资收益	0.29	-0.10	0.42	0.16	资本支出	-22.72	-23.09	-22.72	-11.30
公允价值变动损益	-0.02	-0.09	-0.14	-0.11	其他	-12.15	-0.19	0.27	0.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-34.87	-23.28	-22.45	-11.24
营业利润	23.77	17.51	21.96	25.53	短期借款	0.50	4.96	0.83	-6.29
其他非经营损益	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	23.75	17.50	21.95	25.51	股权融资	-1.67	0.00	0.00	0.00
所得税	1.89	1.75	2.19	2.67	支付股利	0.00	-3.28	-1.89	-2.37
净利润	21.86	15.75	19.76	22.84	其他	-5.06	-7.90	-0.35	-0.11
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-6.22	-6.22	-1.41	-8.78
归属母公司股东净利润	21.86	15.75	19.76	22.84	现金流量净额	-20.78	-8.71	1.37	10.63
资产负债表（亿元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18.22	9.51	10.88	21.51	成长能力				
应收和预付款项	14.20	15.74	18.04	19.89	销售收入增长率	8.53%	11.73%	14.42%	10.17%
存货	17.63	21.13	23.60	26.00	营业利润增长率	61.60%	-26.33%	25.42%	16.22%
其他流动资产	32.26	35.63	40.71	44.81	净利润增长率	59.74%	-27.95%	25.44%	15.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	41.08%	0.18%	26.24%	13.40%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	82.61	96.19	106.82	104.67	毛利率	32.84%	25.08%	26.13%	27.12%
无形资产和开发支出	1.88	1.46	1.03	0.60	三费率	2.40%	6.35%	6.02%	5.69%
其他非流动资产	7.37	7.37	7.37	7.37	净利率	25.69%	16.56%	18.16%	19.05%
资产总计	174.18	187.04	208.45	224.86	ROE	16.20%	11.27%	12.53%	12.82%
短期借款	0.50	5.46	6.29	0.00	ROA	12.55%	8.42%	9.48%	10.16%
应付和预收款项	14.35	17.07	19.30	21.13	ROIC	17.33%	10.81%	12.09%	12.91%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.37%	29.02%	32.02%	32.96%
其他负债	24.40	24.76	25.25	25.65	营运能力				
负债合计	39.25	47.29	50.84	46.78	总资产周转率	0.51	0.53	0.55	0.55
股本	10.35	10.36	10.36	10.36	固定资产周转率	1.43	1.19	1.07	1.13
资本公积	45.89	45.89	45.89	45.89	应收账款周转率	6.67	6.78	6.86	6.74
留存收益	71.03	83.50	101.37	121.83	存货周转率	3.49	3.63	3.56	3.49
归属母公司股东权益	134.93	139.75	157.61	178.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.18%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	134.93	139.75	157.61	178.08	资产负债率	22.53%	25.28%	24.39%	20.80%
负债和股东权益合计	174.18	187.04	208.45	224.86	带息债务/总负债	50.63%	52.51%	50.48%	41.41%
					流动比率	4.45	3.09	3.10	4.31
					速动比率	3.50	2.29	2.31	3.31
					股利支付率	0.00%	20.82%	9.57%	10.38%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	27.55	27.60	34.84	39.51	每股收益	2.11	1.52	1.91	2.20
PE	9.18	12.74	10.16	8.79	每股净资产	13.03	13.49	15.22	17.19
PB	1.49	1.44	1.27	1.13	每股经营现金	1.89	2.01	2.44	2.96
PS	2.36	2.11	1.84	1.67	每股股利	0.00	0.32	0.18	0.23
EV/EBITDA	7.06	7.54	5.96	4.83					
股息率	2.52%	1.63%	0.94%	1.18%					

数据来源：Wind，西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售岗	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
广深	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn