

汽车

2025年09月08日

森麒麟 (002984)

——销量较为坚挺，盈利由于关税及费用影响有所下降

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据： 2025年09月05日

收盘价(元)	19.82
一年内最高/最低(元)	30.17/18.08
市净率	1.5
股息率(分红/股价)	2.52
流通A股市值(百万元)	14,140
上证指数/深证成指	3,812.51/12,590.56

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年06月30日

每股净资产(元)	13.07
资产负债率%	23.60
总股本/流通A股(百万)	1,036/713
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

赵文琪 A0230523060003
zhaowq@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

赵文琪
(8621)23297818x
zhaowq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司公告：**上半年实现收入 41.19 亿元 (YoY+0.24%)，实现归母净利润 6.72 亿元 (YoY-37.64%)，实现扣非归母净利润约 6.67 亿元 (YoY-37%)，其中 25Q2 实现收入 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%)，扣非归母净利润 3.13 亿元 (YoY-44.4%，QoQ-11.85%)，业绩符合预期。二季度盈利同环比下滑主要由于去年同期有一次性退税受益、二季度贸易关税影响对美出口盈利、销售费用及汇兑损失增加。
- **上半年公司整体轮胎产销量略有下降，盈利能力由于退税、关税、原材料影响同比有所下降。**依据公司公告，上半年公司完成轮胎产量约 1557 万条 (YoY-3.21%)，其中，半钢轮胎产量约 1504 万条 (YoY-3.56%)、全钢轮胎产量 52.9 万条 (YoY+7.72%)。完成轮胎销售约 1487 万条 (YoY-1.5%)，其中，半钢轮胎销量约 1437 万条 (YoY-1.65%)，全钢轮胎销量 50 万条 (YoY+3.11%)，产销量略有下降主要由于青岛基地销售的国内市场以及欧洲市场略有下降。泰国基地上半年贡献收入 26.25 亿元 (去年同期 26.1 亿元)，净利润 4.35 亿元 (去年同期 7.08 亿元)，盈利下滑主要由于原材料价格上行，以及半钢关税原因影响出口盈利。上半年原材料价格整体上行，叠加去年同期有退税受益计入成本，使得上半年公司毛利率同比下降 8.64pct 至 24.6%。费用端主要由于汇率波动，使得上半年产生 1441 万元汇兑损失 (去年同期为 3167 万元汇兑受益)，整体使得上半年净利润率同比下滑 9.9pct 至 16.31%。
- **二季度轮胎销量环比有增长，盈利能力受益于自身原料成本控制，环比提升。**依据公司公告，二季度公司轮胎产量约 764.5 万条 (YoY-4.6%，QoQ-3.5%)、销量约 749.3 万条 (同比基本持平，QoQ+1.6%)，其中半钢轮胎 Q2 销量约 721 万条 (YoY-1.7%，QoQ+0.6%)，同比主要受国内及欧洲市场影响，但面临二季度关税影响，公司轮胎销量环比仍然保持稳健，全钢处于持续爬坡过程中，二季度销量约 28.6 万条 (YoY+82%，QoQ+34%)。成本方面，二季度公司由于自身成本控制及前期原料高位库存消化完毕，使得二季度原料成本环比下降，使得二季度毛利率环比提升 3.7pct 至 26.45%。费用端，销售费用率环比提升，财务费用由于汇兑损失影响，环比提升，使得净利润率环比下降 2.52pct 至 15.05%。
- **摩洛哥基地持续爬坡过程中，下半年贡献主要增量，高端配套持续进行当中。**截止 2025 年年中，公司摩洛哥项目在建工程增加 5.43 亿元，转固 4.31 亿元，项目工程进度 93%。在配套市场，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，通过打开全球高端配套市场持续提升公司产品品牌影响力、知名度，为首家向海外国际一线车厂正式供货的中国轮胎品牌。
- **盈利预测与估值：**考虑关税影响，以及摩洛哥项目进展略有放缓，下修 2025-2027 年盈利预测，预计三年归母净利润分别约 14.1、18.2、21.0 亿元 (原预测为 17.1、21.0、25.2 亿元)，对应 PE 约 15、11、10 倍，二季度关税预期基本落地，我们认为短期利空出尽，参考公司过去三年平均 PE 约近 18 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料大幅度波动影响盈利能力；关税影响海外产品价格和市场需求

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,511	4,119	8,699	10,649	12,151
同比增长率(%)	8.5	0.2	2.2	22.4	14.1
归母净利润(百万元)	2,186	672	1,407	1,820	2,101
同比增长率(%)	59.7	-37.6	-35.6	29.4	15.4
每股收益(元/股)	2.11	0.65	1.36	1.76	2.03
毛利率(%)	32.8	24.6	23.8	25.4	25.5
ROE(%)	16.2	4.9	9.9	11.4	11.6
市盈率					

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,842	8,511	8,699	10,649	12,151
其中：营业收入	7,842	8,511	8,699	10,649	12,151
减：营业成本	5,890	5,716	6,631	7,941	9,051
减：税金及附加	28	31	31	38	44
主营业务利润	1,924	2,764	2,037	2,670	3,056
减：销售费用	163	157	135	165	188
减：管理费用	170	216	200	234	267
减：研发费用	165	197	200	266	304
减：财务费用	7	-170	17	53	30
经营性利润	1,419	2,364	1,485	1,952	2,267
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	4	-2	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-17	-17	0	0	0
加：投资收益及其他	119	39	39	28	20
营业利润	1,471	2,377	1,519	1,975	2,282
加：营业外净收入	0	-2	8	2	0
利润总额	1,471	2,375	1,527	1,977	2,282
减：所得税	102	189	120	157	181
净利润	1,369	2,186	1,407	1,820	2,101
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,369	2,186	1,407	1,820	2,101

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。