

联合研究 | 公司点评 | 森麒麟 (002984.SZ)

Q2 业绩有所承压，摩洛哥项目持续放量

报告要点

公司发布 2025 年中报，上半年实现收入 41.2 亿元（同比+0.2%），实现归属净利润 6.7 亿元（同比-37.6%），实现归属扣非净利润 6.7 亿元（同比-37.0%）。其中 Q2 单季度实现收入 20.6 亿元（同比+3.4%，环比+0.4%），归属净利润 3.1 亿元（同比-45.8%，环比-14.0%），扣非归属净利润 3.1 亿元（同比-44.4%，环比-11.9%）。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002
SFC: BUT911



高伊楠

SAC: S0490517060001
SFC: BUW101



叶家宏

SAC: S0490522060003

森麒麟 (002984.SZ)

2025-09-08

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

Q2 业绩有所承压，摩洛哥项目持续放量

事件描述

公司发布 2025 年中报，上半年实现收入 41.2 亿元（同比+0.2%），实现归属净利润 6.7 亿元（同比-37.6%），实现归属扣非净利润 6.7 亿元（同比-37.0%）。其中 Q2 单季度实现收入 20.6 亿元（同比+3.4%，环比+0.4%），归属净利润 3.1 亿元（同比-45.8%，环比-14.0%），扣非归属净利润 3.1 亿元（同比-44.4%，环比-11.9%）。

事件评论

- **2025H1 公司收入同比基本持平，业绩与盈利水平下降。**2025H1 公司完成轮胎产量 1557.0 万条，同比减少 3.2%，其中半钢胎产量 1504.1 万条，同比减少 3.6%，全钢胎产量 52.9 万条，同比增长 7.7%；完成轮胎销售 1487.0 万条，同比减少 1.5%，其中半钢胎销量 1437.0 万条，同比减少 1.7%，全钢胎销量 50.0 万条，同比增长 3.1%，收入同比基本持平，业绩有所下降；公司整体毛利率为 24.6%（同比-8.6 pct），净利率为 16.3%（同比-9.9 pct），同比下降与原材料价格上涨及海外贸易关税波动存在较大关系：1）成本端：2025H1，轮胎主要原材料价格波动剧烈，以天然橡胶为例，2025H1 整体价格较去年同期增长 10%以上，对盈利水平造成一定压力；2）关税端：1 月欧盟委员会宣布，延长对华卡客车轮胎的“双反”条例；3 月美国商务部国际贸易管理局就“中国乘用车和轻型卡车轮胎”发布法院判决与反倾销行政审查的通知，对华轮胎关税调整，4 月又对多国实施“对等关税”；5 月欧盟启动对中国乘用车及轻卡轮胎反倾销调查，此前已覆盖卡客车胎。海外关税加征和不确定性增加了企业成本。2025H1，公司期间费用率为 6.6%，同比增长 2.3 pct，其中销售、管理、财务及研发费用率分别同比变化+0.2、+0.2、+1.8、+0.1 pct。其中，财务费用增加主要系汇兑损益变动所致所致。
- **2025Q2 公司轮胎销量同比实现增长。**Q2 公司完成轮胎销售 749.3 万条，同比增加 1.6%；其中，半钢胎销量 720.7 万条，同比增加 0.6%；全钢胎销量 28.6 万条，同比增加 34.0%。
- **摩洛哥项目下半年有望继续放量。**根据公司官网，公司摩洛哥项目一期已于 2024 年 9 月 30 日开始投产运行。摩洛哥工厂是森麒麟在全球的第 4 座智能化工厂，从开工建设到投产运行仅用时 11 个月，两期项目总计年产 1200 万条高性能乘用车轮胎。截至 6 月 30 日，公司摩洛哥工厂工程进度已达 93%，2025 年下半年有望实现较大规模的产品放量。
- **持续推进国际化产能布局，进一步扩充公司产能。**公司泰国工厂二期项目（600 万条高性能半钢胎及 200 万条高性能全钢胎扩建项目）大规模投产运行；同时公司摩洛哥项目一期已于 2024 年 9 月底开始投产。非洲新产能规划是公司践行“833 plus”战略规划深入实施全球化发展战略的重要步骤，对于提升品牌力、提升研发水平、优化销售布局、保障供应链安全等具有重要意义，有望进一步巩固提升公司竞争优势。
- **维持“买入”评级。**公司为国内轮胎龙头，智能化制造全球领先。随着公司海内外产能不断释放，叠加关税优势，以航空胎技术背书的高端产品与强大海外渠道有望帮助公司树立较强品牌优势，驱动业绩与品牌持续成长。预计公司 2025-2027 年净利润分别为 16.7 亿元、22.4 亿元及 26.6 亿元。

风险提示

- 1、海外项目投产进度不及预期；
- 2、原材料价格波动。

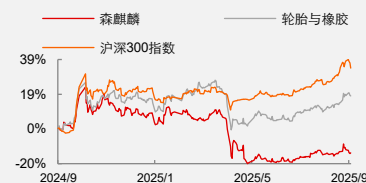
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	19.43
总股本(万股)	103,578
流通A股/B股(万股)	71,343/0
每股净资产(元)	13.07
近12月最高/最低价(元)	30.17/18.08

注：股价为 2025 年 9 月 4 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《24 年收入业绩双增，Q1 业绩有所承压》2025-05-08
- 《摩洛哥工厂投产运行，Q3 业绩创历史新高》2024-10-30
- 《Q2 业绩有望续创新高，全球化布局稳步推进》2024-07-11



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、**海外项目投产进度不及预期。**因时局、地缘政治等原因，海外工厂项目投建存在一定不确定性，产能投建时间有可能不及预期。
- 2、**原材料价格波动。**轮胎原材料构成较为复杂，与大宗商品价格存在较强联动性。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8511	9425	12465	14110	货币资金	1822	1705	2267	3936
营业成本	5716	7038	9138	10219	交易性金融资产	41	241	91	271
毛利	2795	2387	3327	3891	应收账款	1234	1279	2045	1718
%营业收入	33%	25%	27%	28%	存货	1763	2333	2978	2963
营业税金及附加	31	32	52	48	预付账款	120	141	183	204
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	3251	3270	3311	3313
销售费用	157	170	237	296	流动资产合计	8231	8969	10874	12406
%营业收入	2%	2%	2%	2%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	216	226	299	339	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3%	2%	2%	2%	固定资产合计	6308	7433	8259	9036
研发费用	197	236	312	353	无形资产	188	204	208	212
%营业收入	2%	3%	3%	3%	商誉	0	0	0	0
财务费用	-170	-36	66	54	递延所得税资产	33	33	33	33
%营业收入	-2%	0%	1%	0%	其他非流动资产	2657	2606	2778	3180
加：资产减值损失	-17	-6	-9	-8	资产总计	17418	19246	22152	24867
信用减值损失	-2	0	0	0	短期贷款	50	50	50	50
公允价值变动收益	-2	0	0	0	应付款项	960	1191	1602	1521
投资收益	29	38	50	56	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2377	1798	2411	2858	应付职工薪酬	159	155	201	225
%营业收入	28%	19%	19%	20%	应交税费	83	94	125	141
营业外收支	-2	1	1	1	其他流动负债	599	816	992	1088
利润总额	2375	1799	2412	2859	流动负债合计	1850	2306	2969	3025
%营业收入	28%	19%	19%	20%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	189	126	169	200	应付债券	1937	1937	1937	1937
净利润	2186	1673	2243	2659	递延所得税负债	28	28	28	28
归属于母公司所有者的净利润	2186	1673	2243	2659	其他非流动负债	109	119	119	119
少数股东损益	0	0	0	0	负债合计	3925	4390	5053	5109
EPS (元)	2.11	1.62	2.17	2.57	归属于母公司所有者权益	13493	14856	17099	19758
					少数股东权益	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					股东权益	13493	14856	17099	19758
	2024A	2025E	2026E	2027E	负债及股东权益	17418	19246	22152	24867
经营活动现金流净额	1960	2325	2375	4112					
取得投资收益收回现金	13	38	50	56	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-2463	-1978	-1914	-2219	每股收益	2.11	1.62	2.17	2.57
其他	-1038	-200	150	-180	每股经营现金流	1.89	2.24	2.29	3.97
投资活动现金流净额	-3487	-2141	-1714	-2343	市盈率	11.69	12.03	8.97	7.57
债券融资	-25	0	0	0	市净率	1.89	1.35	1.18	1.02
股权融资	29	0	0	0	EV/EBITDA	9.37	7.79	5.93	4.66
银行贷款增加 (减少)	50	0	0	0	总资产收益率	12.6%	8.7%	10.1%	10.7%
筹资成本	-539	-311	-100	-100	净资产收益率	16.2%	11.3%	13.1%	13.5%
其他	-137	10	0	0	净利率	25.7%	17.8%	18.0%	18.8%
筹资活动现金流净额	-622	-301	-100	-100	资产负债率	22.5%	22.8%	22.8%	20.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-2150	-117	561	1670	总资产周转率	0.51	0.51	0.60	0.60

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，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。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。