

森麒麟 (002984.SZ)

公司 1H25 业绩略有承压，看好摩洛哥工厂年内逐步放量

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	7,842	8,511	9,807	12,041	13,170
增长率 yoy (%)	24.6	8.5	15.2	22.8	9.4
归母净利润 (百万元)	1,369	2,186	1,723	2,348	2,764
增长率 yoy (%)	70.9	59.7	-21.2	36.3	17.7
ROE (%)	11.6	16.2	11.5	13.8	14.1
EPS 最新摊薄 (元)	1.32	2.11	1.66	2.27	2.67
P/E (倍)	14.9	9.3	11.8	8.7	7.4
P/B (倍)	1.8	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年 8 月 29 日，森麒麟发布 2025 年半年报，公司 2025 年上半年收入为 41.19 亿元，同比上升 0.24%；归母净利润为 6.72 亿元，同比下降 37.64%；扣非归母净利润为 6.67 亿元，同比下降 36.98%。对应公司 2Q25 营业收入为 20.63 亿元，环比上升 0.35%；归母净利润为 3.11 亿元，环比下降 14.01%。

点评：公司轮胎销量下滑，叠加原材料价格上涨，1H25 业绩略有承压。根据公司 2025 年半年报披露，1H25 公司轮胎收入为 41.13 亿元，YoY 为 0.17%；毛利率为 24.47%，同比变化下降 8.71pcts。

产销量方面，1H25 公司轮胎产量为 1556.95 万条，同比减少 3.21%；其中，半钢轮胎产量为 1504.05 万条，同比减少 3.56%；全钢轮胎产量 52.9 万条，同比增长 7.72%。公司轮胎销量为 1487.03 万条，同比减少 1.5%；其中，半钢轮胎销量为 1437.03 万条，同比减少 1.65%；全钢轮胎销量为 50 万条，同比增长 3.11%。

原材料价格方面，1H25 轮胎原材料价格呈现高位回落的运行趋势，但其整体水平仍高于上年同期。其中主要原材料天然橡胶、合成橡胶及炭黑的价格在 2Q25 出现下滑，一定程度上降低了轮胎的生产成本；钢丝帘线价格则持续震荡下行。根据 ifind 数据显示，1H25 天然橡胶/炭黑均价分别为 15478/8063 元/吨，同比变化分别为 13.60%/-15.72%。

海运费方面，2025 年上半年，全球集运价格呈现“先跌后涨、整体回落”走势。根据上海航运交易所发布的 2025 年上半年数据：上海出口集装箱运价指数（综合指数）同比下降 26.64%；中国出口集装箱运价指数（综合指数）同比下降 8.22%；中国出口集装箱运价指数（美西航线）同比下降 5.53%；中国出口集装箱运价指数（美东航线）同比下降 5.92%；中国出口集装箱运价指数（欧洲航线）同比下降 17.70%。

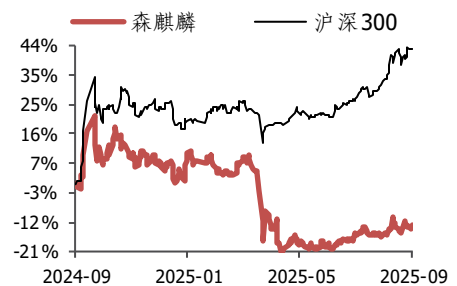
费用方面，公司 1H25 销售费用同比上升 13.90%，销售费用率为 1.69%，同比上升 0.20pcts；财务费用同比上升 102.63%，财务费用率为 0.05%，同比上升 1.79pcts；管理费用同比上升 11.59%，管理费用率为 2.43%，同比上升 0.25pcts；研发费用同比上升 3.68%，研发费用率为 2.47%，同比上升

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2025 年 9 月 16 日收盘价 (元)	20.03
总市值 (百万元)	20,746.59
流通市值 (百万元)	14,290.06
总股本 (百万股)	1,035.78
流通股本 (百万股)	713.43
近 3 月日均成交额 (百万元)	298.70

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

分析师 林森

执业证书编号：S1070525070002

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《行业景气度提升推动公司全年业绩增长，看好》2025-06-27
- 《3Q24 公司业绩维持高增，看好摩洛哥工厂快速放量》2024-10-22
- 《1H24 公司订单需求良好，看好摩洛哥项目逐步建成放量》2024-09-20

0.08pcts。

公司各个活动产生的现金流净额波动较大。1H25 经营性活动产生的现金流净额为 0.26 亿元，同比下降 96.30%；投资活动产生的现金流净额为-5.94 亿元，同比上升 62.05%；筹资活动产生的现金流净额为 2.64 亿元，同比上升 158.38%。期末现金及等价物余额为 14.59 亿元，同比下降 41.87%。应收账款同比上升 9.36%，应收账款周转率有所下降，从 2024 年同期的 3.65 次下降到 3.36 次；存货同比上升 54.03%，存货周转率有所下降，从 2024 年同期的 1.74 次下降到 1.43 次。

摩洛哥项目进展顺利，年内有望大规模放量。根据公司 2025 半年报披露，公司“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”工程进度已经达到 93%，公司预计 2025 年内将实现大规模放量。公司在中国、泰国、摩洛哥全球产能“黄金三角”布局为公司参与全球化竞争提供了坚强的后盾，缓解了地缘政治因素带来的风险。随着公司“833plus”战略规划（计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座），同时实现运行 3 座研发中心（中国、欧洲、北美）和 3 座用户体验中心，plus 是指择机并购一家国际知名轮胎企业）的进一步落实，公司整体竞争力有望进一步增强。我们看好年内摩洛哥工厂的逐步放量，未来有望逐步贡献利润。

公司深耕欧美市场，品牌力优势逐步显现。根据公司 2025 年半年报披露，2024 年公司旗下“森麒麟 Sentury”“路航 Landsail”“德林特 Delinte”三大品牌合计在美国速度级别 H 级、V 级两类高端、高性能轮胎市场分别占有 4.5%、3% 的市场份额，在中国轮胎品牌中排名第一，显示出公司在美国高端轮胎市场的强劲竞争力和影响力。2024 年，公司轮胎产品在美国替换市场的占有率超 5%、在欧洲替换市场的占有率超 4%。我们看好公司海外市场品牌力的逐步提升，预计市场竞争力将进一步增强。

投资建议：我们预计森麒麟 2025-2027 年收入分别为 98.07/120.41/131.70 亿元，同比增长 15.2%/22.8%/9.4%，归母净利润分别为 17.23/23.48/27.64 亿元，同比变化分别为 -21.2%/36.3%/17.7%，对应 EPS 分别为 1.66/2.27/2.67 元。结合公司 9 月 16 日收盘价，对应 PE 分别为 12/9/7 倍。我们基于以下两个方面：1）我们看好年内摩洛哥工厂的逐步放量，未来有望逐步贡献利润；2）我们看好公司海外市场品牌力的逐步提升，预计市场竞争力将进一步增强，维持“买入”评级。

风险提示：国际贸易壁垒不断增加风险；主要原材料价格波动风险；国内外市场竞争加剧风险；汇率波动风险；境外经营风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8714	8231	10007	10708	13022
现金	3894	1822	2691	2766	4947
应收票据及应收账款	1153	1243	1518	1871	1836
其他应收款	47	57	63	85	77
预付账款	76	120	106	171	132
存货	1470	1763	2404	2589	2805
其他流动资产	2075	3226	3226	3226	3226
非流动资产	6935	9187	9792	11120	11316
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5570	6308	7102	8426	8816
无形资产	193	188	177	174	174
其他非流动资产	1172	2690	2512	2520	2326
资产总计	15650	17418	19799	21828	24338
流动负债	1761	1850	3069	3079	3518
短期借款	0	50	50	50	50
应付票据及应付账款	1142	1193	1816	1790	2106
其他流动负债	619	607	1203	1239	1362
非流动负债	2103	2074	1815	1710	1255
长期借款	1962	1937	1678	1573	1118
其他非流动负债	140	137	137	137	137
负债合计	3864	3925	4883	4789	4773
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	744	1035	1035	1035	1035
资本公积	5047	4589	4589	4589	4589
留存收益	5434	7103	8607	10670	13013
归属母公司股东权益	11786	13493	14915	17039	19566
负债和股东权益	15650	17418	19799	21828	24338

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2367	1960	2173	2278	3697
净利润	1369	2186	1723	2348	2764
折旧摊销	474	548	574	710	842
财务费用	7	-170	-39	-97	-193
投资损失	-105	-29	12	10	-28
营运资金变动	445	-811	-86	-674	309
其他经营现金流	177	236	-9	-20	3
投资活动现金流	-3017	-3487	-1194	-2049	-1026
资本支出	1142	2463	1179	2038	1038
长期投资	-200	221	0	0	0
其他投资现金流	-1675	-1246	-15	-11	12
筹资活动现金流	2660	-622	-111	-154	-489
短期借款	0	50	0	0	0
长期借款	75	-25	-260	-104	-455
普通股增加	94	291	0	0	0
资本公积增加	2708	-458	0	0	0
其他筹资现金流	-217	-481	149	-50	-34
现金净增加额	2049	-2078	869	75	2181

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7842	8511	9807	12041	13170
营业成本	5890	5716	7367	8827	9537
营业税金及附加	28	31	30	37	44
销售费用	163	157	189	229	251
管理费用	170	216	244	297	318
研发费用	165	197	204	250	283
财务费用	7	-170	-39	-97	-193
资产和信用减值损失	-14	-19	12	21	13
其他收益	14	10	13	13	13
公允价值变动收益	-54	-2	-2	-0.2	-15
投资净收益	105	29	-12	-10	28
资产处置收益	1	-5	-1	-1	-1
营业利润	1471	2377	1823	2519	2968
营业外收入	1	1	13	4	5
营业外支出	1	3	5	6	4
利润总额	1471	2375	1832	2518	2969
所得税	102	189	109	170	205
净利润	1369	2186	1723	2348	2764
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1369	2186	1723	2348	2764
EBITDA	1957	2826	2406	3209	3748
EPS (元/股)	1.32	2.11	1.66	2.27	2.67

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	24.6	8.5	15.2	22.8	9.4
营业利润 (%)	70.1	61.6	-23.3	38.2	17.8
归属母公司净利润 (%)	70.9	59.7	-21.2	36.3	17.7
获利能力					
毛利率 (%)	24.9	32.8	24.9	26.7	27.6
净利率 (%)	17.5	25.7	17.6	19.5	21.0
ROE (%)	11.6	16.2	11.5	13.8	14.1
ROIC (%)	10.0	13.5	10.1	12.1	12.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.7	22.5	24.7	21.9	19.6
净负债比率 (%)	-15.6	1.8	-3.2	-3.3	-16.3
流动比率	4.9	4.4	3.3	3.5	3.7
速动比率	3.0	1.7	1.4	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	7.8	7.2	7.2	7.2	7.2
应付账款周转率	7.2	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.32	2.11	1.66	2.27	2.67
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.29	1.89	2.10	2.20	3.57
每股净资产 (最新摊薄)	11.06	12.73	14.10	16.15	18.59
估值比率					
P/E	14.9	9.3	11.8	8.7	7.4
P/B	1.8	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.4	7.3	8.3	6.2	4.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686