



森麒麟 (002984.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩环比修复，智能化优势领先

事件

2025 年 10 月 30 日公司发布了 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营业总收入 64.4 亿元，同比增加 1.5%；归母净利润 10.2 亿元，同比下滑 41.2%；其中 3 季度单季度实现营业总收入 23.2 亿元，同比增长 3.9%，环比增长 12.4%，归母净利润 3.4 亿元，同比下滑 47%，环比提高 10.6%。

经营分析

业绩环比改善，全力推进摩洛哥项目。在海外关税冲击和新工厂爬坡的背景下，公司 3 季度业绩改善但盈利能力仍然承压，3 季度单季度销售毛利率为 23%，环比下滑 3.4pct，销售净利率为 14.8%，环比下滑 0.3pct。目前公司正全力推进摩洛哥项目，该基地主要面向欧美高端轮胎市场，由于摩洛哥与欧盟签有自贸协定，享受出口零关税，在欧盟对我国乘用车胎和轻卡胎发起反倾销调查的背景下，未来公司通过摩洛哥向欧洲出口的优势将进一步凸显。

配套领域不断突破，智能化优势继续领先。在配套市场，公司正在持续获得全球知名主机厂客户的合格供应商资质，已成为德国大众集团、德国奥迪汽车、雷诺汽车、斯特兰蒂斯集团、广汽丰田、广州汽车、长城汽车、吉利汽车、北汽汽车、奇瑞汽车等整车厂商的合格供应商，同时公司正持续加强全球一线车企的新能源汽车配套力度，未来相关车企及车型配套份额将稳步提升。2025 年 9 月，国家工业和信息化部发布《关于 2025 年度卓越级智能工厂项目的公示》，公司凭借“高端轮胎全流程数字化协同智能工厂”项目成功入选。

盈利预测、估值与评级

随着新产能放量和海外布局加速推进，公司业绩稳步增长的同时也将实现全球市占率的进一步提升。考虑到摩洛哥放量进展不及预期，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.2 亿元、18 亿元、20.6 亿元（2025 年相比预测前值下调幅度分别为 13%），当前市值对应 PE 估值分别为 15.08/11.05/9.67 倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅波动、新增产能释放不及预期、国际贸易摩擦、海运运费价格波动、人民币汇率波动、“双反”税率波动

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：李含钰（执业 S1130523100003）

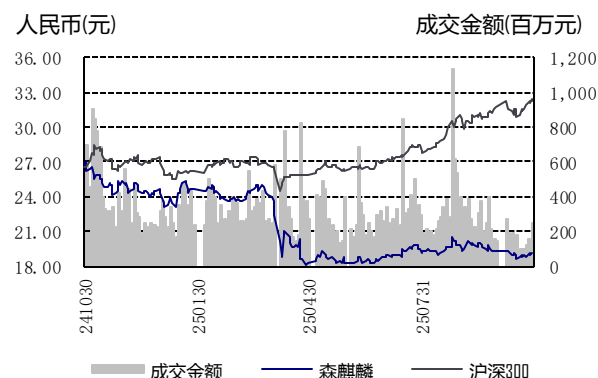
lihanyu@gjzq.com.cn

市价（人民币）：19.21 元

相关报告：

1.《森麒麟公司点评：关税影响，业绩阶段性承压》，2025.8.31

2.《森麒麟公司深度研究：布局谨慎，具备全球视野的智能胎企》，2024.12.10



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,842	8,511	9,005	11,229	12,379
营业收入增长率	24.63%	8.53%	5.81%	24.70%	10.24%
归母净利润(百万元)	1,369	2,186	1,319	1,800	2,057
归母净利润增长率	70.88%	59.74%	-39.64%	36.44%	14.25%
摊薄每股收益(元)	1.839	2.111	1.274	1.738	1.986
每股经营性现金流净额	3.18	1.89	1.28	2.48	2.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.61%	16.20%	9.31%	11.67%	12.20%
P/E	10.44	9.10	15.08	11.05	9.67
P/B	1.21	1.47	1.40	1.29	1.18

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	6,292	7,842	8,511	9,005	11,229	12,379
增长率		24.6%	8.5%	5.8%	24.7%	10.2%
主营业务成本	-5,002	-5,865	-5,716	-6,914	-8,418	-9,193
%销售收入	79.5%	74.8%	67.2%	76.8%	75.0%	74.3%
毛利	1,290	1,977	2,795	2,091	2,811	3,185
%销售收入	20.5%	25.2%	32.8%	23.2%	25.0%	25.7%
营业税金及附加	-14	-28	-31	-18	-22	-25
%销售收入	0.2%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-156	-188	-157	-162	-213	-248
%销售收入	2.5%	2.4%	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%
管理费用	-168	-170	-216	-216	-269	-297
%销售收入	2.7%	2.2%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-113	-165	-197	-189	-258	-297
%销售收入	1.8%	2.1%	2.3%	2.1%	2.3%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	839	1,426	2,193	1,506	2,047	2,319
%销售收入	13.3%	18.2%	25.8%	16.7%	18.2%	18.7%
财务费用	135	-7	170	-77	-90	-83
%销售收入	-2.1%	0.1%	-2.0%	0.9%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-17	-14	-19	0	0	0
公允价值变动收益	57	-54	-2	0	0	0
投资收益	-163	105	29	0	0	0
%税前利润	n.a	7.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	865	1,471	2,377	1,434	1,957	2,236
营业利润率	13.7%	18.8%	27.9%	15.9%	17.4%	18.1%
营业外收支	-12	0	-2	0	0	0
税前利润	852	1,471	2,375	1,434	1,957	2,236
利润率	13.5%	18.8%	27.9%	15.9%	17.4%	18.1%
所得税	-52	-102	-189	-115	-157	-179
所得税率	6.1%	6.9%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
净利润	801	1,369	2,186	1,319	1,800	2,057
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	801	1,369	2,186	1,319	1,800	2,057
净利率	12.7%	17.5%	25.7%	14.7%	16.0%	16.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	801	1,369	2,186	1,319	1,800	2,057
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	428	500	577	609	681	770
非经营收益	182	41	9	99	122	117
营运资金变动	-383	457	-812	-702	-30	42
经营活动现金净流	1,028	2,367	1,960	1,325	2,573	2,986
资本开支	-1,052	-1,140	-2,463	-1,396	-1,800	-2,000
投资	20	-200	221	0	0	0
其他	71	-1,677	-1,246	0	0	0
投资活动现金净流	-961	-3,017	-3,487	-1,396	-1,800	-2,000
股权募资	0	2,792	29	-316	0	0
债权募资	-512	0	50	544	-93	-106
其他	-184	-132	-701	-437	-662	-734
筹资活动现金净流	-696	2,660	-622	-210	-756	-840
现金净流量	-744	2,049	-2,078	-281	17	146

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,989	3,894	1,822	1,541	1,558	1,704
应收款项	977	1,223	1,332	1,403	1,749	1,928
存货	1,737	1,470	1,763	2,652	2,768	2,771
其他流动资产	129	2,127	3,314	3,332	3,362	3,377
流动资产	4,831	8,714	8,231	8,928	9,437	9,781
%总资产	43.5%	55.7%	47.3%	47.2%	46.0%	44.2%
长期投资	21	12	12	12	12	12
固定资产	5,460	6,001	8,261	9,457	10,582	11,816
%总资产	49.1%	38.3%	47.4%	50.0%	51.5%	53.4%
无形资产	193	193	188	184	179	174
非流动资产	6,284	6,935	9,187	9,980	11,100	12,329
%总资产	56.5%	44.3%	52.7%	52.8%	54.0%	55.8%
资产总计	11,116	15,650	17,418	18,908	20,537	22,110
短期借款	14	15	60	575	482	376
应付款项	1,155	1,434	1,462	1,750	2,133	2,331
其他流动负债	266	312	328	331	404	441
流动负债	1,435	1,761	1,850	2,657	3,019	3,148
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2,056	2,103	2,074	2,085	2,092	2,096
负债	3,492	3,864	3,925	4,742	5,111	5,244
普通股股东权益	7,624	11,786	13,493	14,166	15,426	16,866
其中：股本	650	744	1,035	1,036	1,036	1,036
未分配利润	3,960	5,195	6,710	7,700	8,960	10,400
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,116	15,650	17,418	18,908	20,537	22,110

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.233	1.839	2.111	1.274	1.738	1.986
每股净资产	11.735	15.842	13.032	13.675	14.892	16.282
每股经营现金净流	1.583	3.181	1.893	1.279	2.484	2.883
每股股利	0.166	0.410	0.500	0.318	0.521	0.596
回报率						
净资产收益率	10.50%	11.61%	16.20%	9.31%	11.67%	12.20%
总资产收益率	7.20%	8.74%	12.55%	6.98%	8.77%	9.30%
投入资本收益率	8.23%	9.62%	13.00%	8.28%	10.52%	11.09%
增长率						
主营业务收入增长率	21.53%	24.63%	8.53%	5.81%	24.70%	10.24%
EBIT 增长率	4.31%	69.92%	53.73%	-31.33%	35.95%	13.27%
净利润增长率	6.30%	70.88%	59.74%	-39.64%	36.44%	14.25%
总资产增长率	6.93%	40.79%	11.30%	8.56%	8.61%	7.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	43.8	46.9	50.9	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	112.8	99.8	103.2	140.0	120.0	110.0
应付账款周转天数	51.2	51.0	60.3	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	287.5	259.3	270.5	263.6	215.5	208.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.57%	-18.05%	0.99%	6.77%	5.50%	3.53%
EBIT 利息保障倍数	-6.2	192.7	-12.9	19.5	22.7	28.0
资产负债率	31.41%	24.69%	22.53%	25.08%	24.88%	23.72%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	25	28	51
增持	0	1	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-01-25	买入	30.02	N/A
2	2024-01-29	买入	30.01	N/A
3	2024-03-01	买入	31.38	N/A
4	2024-04-19	买入	34.27	N/A
5	2024-08-30	买入	23.05	N/A
6	2024-10-19	买入	25.38	N/A
7	2024-12-10	买入	25.03	30.90~30.90
8	2025-08-31	买入	19.84	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 ~4.0=减持





特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究