

25Q3 业绩环比改善，静待摩洛哥工厂放量

2025 年 11 月 02 日

核心观点

- 事件：**公司发布三季度报告，2025 年前三季度合计实现营业收入 64.38 亿元，同比增长 1.54%；实现归母净利润 10.15 亿元，同比下降 41.17%。其中，Q3 单季实现营业收入 23.18 亿元，同比增长 3.94%、环比增长 12.35%；实现归母净利润 3.43 亿元，同比下降 47.03%、环比增长 10.56%。
- 营收规模持续扩张，摩洛哥工厂增量可期。**25Q3 受青岛工厂开工率逐步提升、摩洛哥工厂逐步放量等驱动，公司营收环比增长。盈利能力方面，25Q3 公司销售毛利率为 23.03%，环比下降 3.42 个百分点，或与摩洛哥工厂逐步转固，产能爬坡前期折旧压力增大，美国关税等因素有关。公司在摩洛哥规划了 1200 万条/年的半钢胎产能，主要面向欧美高端轮胎市场，目前正重点加速推进产能释放，2026 年轮胎产销增量可期。
- 原料价格重心回落，成本压力或进一步减轻。**年初以来，天然橡胶、合成橡胶、炭黑市场价格重心呈回落态势。截至 10 月 31 日，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、普钢（线材）、炭黑市场价分别为 1789 美元/吨、11250 元/吨、10950 元/吨、3591 元/吨、6800 元/吨，较年初分别下降 12.03%、23.73%、17.67%、5.83%、16.05%。分季度来看，四季度以来，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、普钢（线材）、炭黑市场均价较三季度均价环比分别变化 1.08%、-4.58%、-4.58%、-2.12%、-1.93%，主要原料价格表现分化，据我们测算，单胎原料成本环比下降 0.69%。考虑到原材料存在备货周期，我们认为四季度轮胎成本端压力有望进一步减轻。
- 欧盟反倾销调查结果即将公布，海外资产或迎价值重估。**2025 年 5 月 21 日，欧盟委员会对原产于中国的新乘用车和轻型卡车充气橡胶轮胎发起反倾销调查，初裁预计将于 7 个月内公布，最长不超过 8 个月。在半钢胎领域，目前公司海外设计产能为 1600 万条/年，海外产能占比为 53.33%；未来随着摩洛哥基地产能的释放，公司海外设计产能将增加至 2800 万条/年，海外产能占比将达到 66.67%。我们认为，若欧盟反倾销制裁落地，公司有望凭借优质的海外产能承接欧盟订单，产品议价能力亦有望增强，公司海外资产或迎价值重估。
- 投资建议：**预计 2025-2027 年公司营收分别为 88.76、119.03、125.05 亿元；归母净利润分别为 13.53、19.99、21.16 亿元，同比分别变化-38.12%、47.74%、5.90%；EPS 分别为 1.31、1.93、2.04 元，对应 PE 分别为 14.89、10.08、9.51 倍，维持“推荐”评级。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,511	8,876	11,903	12,505
收入增长率%	8.53	4.29	34.10	5.06
归母净利润(百万元)	2,186	1,353	1,999	2,116
利润增长率%	59.74	-38.12	47.74	5.90
摊薄 EPS(元)	2.11	1.31	1.93	2.04
PE	9.21	14.89	10.08	9.51

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

森麒麟（股票代码：002984）

推荐 维持评级

分析师

王鹏

☎：010-80927713

✉：wangpeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525090001

翟启迪

☎：010-80927677

✉：zhaiqidi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060004

市场数据

2025 年 10 月 31 日

股票代码	002984
A 股收盘价(元)	19.44
上证指数	3,954.79
总股本(万股)	103,589
实际流通 A 股(万股)	71,356
流通 A 股市值(亿元)	139

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 31 日



资料来源：中国银河证券研究院

风险提示

1. 国际贸易摩擦加剧的风险；
2. 原料价格大幅上涨的风险；
3. 产品景气度下滑的风险；
4. 新建项目达产不及预期的风险等。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,231	8,962	10,537	12,122
现金	1,822	1,901	2,646	4,015
应收账款	1,234	1,232	1,282	1,290
其它应收款	57	56	56	55
预付账款	120	216	251	244
存货	1,763	1,985	2,222	1,936
其他	3,234	3,571	4,080	4,582
非流动资产	9,187	9,992	10,053	9,958
长期投资	0	0	0	0
固定资产	6,308	7,617	7,881	8,089
无形资产	188	185	182	179
其他	2,690	2,190	1,989	1,689
资产总计	17,418	18,954	20,590	22,080
流动负债	1,850	2,385	2,567	2,520
短期借款	50	600	600	600
应付账款	960	994	995	990
其他	840	791	972	930
非流动负债	2,074	2,129	2,184	2,239
长期借款	0	0	0	0
其他	2,074	2,129	2,184	2,239
负债总计	3,925	4,514	4,751	4,759
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13,493	14,440	15,839	17,321
负债和股东权益	17,418	18,954	20,590	22,080

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,960	1,953	2,150	2,731
净利润	2,186	1,353	1,999	2,116
折旧摊销	558	706	750	806
财务费用	41	79	89	91
投资损失	-29	-24	-26	-26
营运资金变动	-812	-167	-668	-262
其他	15	7	7	7
投资活动现金流	-3,487	-1,984	-782	-682
资本支出	-2,463	-1,508	-808	-708
长期投资	221	-500	0	0
其他	-1,246	24	26	26
筹资活动现金流	-622	111	-623	-681
短期借款	50	550	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-673	-439	-623	-681
现金净增加额	-2,078	79	745	1,369

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,511	8,876	11,903	12,505
营业成本	5,716	6,764	8,951	9,401
税金及附加	31	31	42	44
销售费用	157	176	202	213
管理费用	216	213	262	275
研发费用	197	200	262	275
财务费用	-170	63	61	48
资产减值损失	-17	-10	-10	-10
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资收益及其他	33	41	46	47
营业利润	2,377	1,461	2,159	2,286
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	2,375	1,462	2,161	2,288
所得税	189	110	162	172
净利润	2,186	1,353	1,999	2,116
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,186	1,353	1,999	2,116
EBITDA	2,742	2,214	2,951	3,122
EPS（元）	2.11	1.31	1.93	2.04

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	8.5%	4.3%	34.1%	5.1%
营业利润增长率	61.6%	-38.5%	47.8%	5.9%
归母净利润增长率	59.7%	-38.1%	47.7%	5.9%
毛利率	32.8%	23.8%	24.8%	24.8%
净利率	25.7%	15.2%	16.8%	16.9%
ROE	16.2%	9.4%	12.6%	12.2%
ROIC	13.0%	8.2%	11.0%	10.7%
资产负债率	22.5%	23.8%	23.1%	21.6%
净资产负债率	1.3%	4.9%	0.1%	-7.5%
流动比率	4.45	3.76	4.11	4.81
速动比率	1.73	1.58	1.78	2.36
总资产周转率	0.49	0.47	0.58	0.57
应收账款周转率	6.90	7.21	9.28	9.70
应付账款周转率	8.87	8.93	11.96	12.64
每股收益	2.11	1.31	1.93	2.04
每股经营现金流	1.89	1.89	2.08	2.64
每股净资产	13.03	13.94	15.29	16.72
P/E	9.21	14.89	10.08	9.51
P/B	1.49	1.39	1.27	1.16
EV/EBITDA	9.37	9.60	6.97	6.17
PS	2.37	2.27	1.69	1.61

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

王鹏、翟启迪，化工行业分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10% 以上
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
	中性：	相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn