

全年受美关税影响较大，静待摩洛哥工厂释放产能

核心观点

2025 年度在美国加征关税的不利外部环境，叠加摩洛哥工厂持续爬坡、盈利仍有拖累的影响下，公司业绩承压运行，但产销仍维持稳定，特别是全钢胎销量录得大幅增长。短期虽公司面临原材料成本上涨的不利影响，但已通过内外销同步的价格调整进行传导，经营预计将呈现较强韧性。叠加欧盟针对大陆半钢胎反倾销关税落地在即，我们看好公司持续推进摩洛哥海外工厂的爬坡放量，完善全球化经营的同时，进一步提升市场份额及中长期竞争力。

事件

1) 2025 年公司实现营收 86.12 亿元，同比+1.19%；归母净利润 11.25 亿元，同比-48.54%。其中 Q4 营收 21.74 亿元，同比/环比分别+0.16%/-6.22%；归母净利润 1.10 亿元，同比/环比分别-76.21%/-68.11%。

2) 26Q1 公司实现营收 20.82 亿元，同比/环比分别+1.27%/-4.23%；归母净利润 2.10 亿元，同比/环比分别-41.95%/+91.51%。

简评

经营层面：

1) 2025 年公司轮胎产销小幅提升。2025 年公司实现轮胎生产/销售 3295.3/3146.6 万条，同比+2.3%/+0.2%；其中半钢胎/全钢胎销量分别 3032.8/113.8 万条，同比-0.5%/+24.2%。报告期内公司泰国二期全钢胎产能持续释放，摩洛哥 1200 万条 PCR 项目产能有序爬坡，贡献产销边际。

2) 海外工厂方面，泰国子公司 2025 年实现收入/净利润 51.1/7.7 亿元，同比-4.3%/-41.4%，净利率 15.0%，同比-9.5PCT。泰国工厂主要受到 25Q2 以来美国关税的影响。摩洛哥子公司 2025 年全年实现营收 5.76 亿元，受产能利用率拖累，全年净利润亏损 4746 万元。2026 年伴随摩洛哥工厂爬坡放量，产销增长的同时，单胎折旧的分摊提升有望助力盈利修复。

森麒麟 (002984.SZ)

维持

买入

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

郑轶

zhengyil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030007

发布日期：2026 年 04 月 30 日

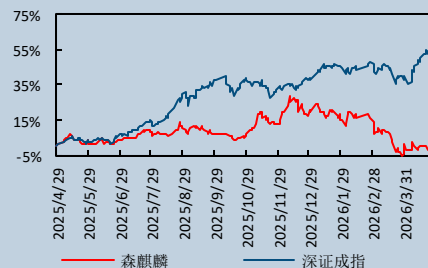
当前股价：17.82 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	3.85/-0.37	-13.28/-11.80	-5.71/-29.49
12 月最高/最低价 (元)			22.80/16.83
总股本 (万股)			103,628.69
流通 A 股 (万股)			71,392.88
总市值 (亿元)			184.67
流通市值 (亿元)			127.22
近 3 月日均成交量 (万)			1158.57
主要股东			
秦龙			37.08%

股价表现



3) 26Q1 公司录得毛利率 20.20%，同比-2.55PCT；净利率 10.07%，同比-7.50PCT。Q1 公司营收环比小幅回落或主要受到美伊冲突导致的中东订单确认影响；盈利端同比下降主要受到原材料成本上涨、美国关税影响及汇兑的负面影响。4 月以来针对原材料价格上涨，行业已普遍开启提价传导，后续公司摩洛哥产能利用率提升叠加欧盟关税催化，我们看好公司盈利中枢稳步修复。

欧盟反倾销关税落地在即，看好公司海外工厂盈利提升。4 月 27 日，欧盟委员会贸易司向所有利益相关方发出基于针对中国 PCR 反倾销调查的《最终披露》通知与《一般披露文件》，文件虽非最终决定，但揭示了调查机关的初步结论与倾向。除强制应诉企业外，大部分合作企业税率预计为 29.9%。该结果体现出了欧盟针对国产轮胎的压制态度，叠加后续还将接踵而至的反补贴初裁，国内直接出口欧洲的 PCR 性价比将受到极大影响。考虑到 2025 年欧盟进口自中国的 PCR 约占其总需求的 3 成，反倾销关税的加征将对中国轮胎行业带来结构性的影响、并加剧企业间分化。公司海外当前拥有泰国、摩洛哥两大基地，可充分规避贸易壁垒并有望实现盈利的进一步提升。

盈利预测及核心投资观点：我们预测公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 15.10/19.47/23.00 亿元，EPS 分别为 1.46/1.88/2.22 元，对应当前 PE 分别为 11.92x/9.25x/7.83x。我们看好公司依托中、泰、摩“黄金三角”产能布局，持续完善全球化经营的同时，扩大新能源汽车轮胎及海外中高端市场的配套定点，进一步提升市场份额及中长期竞争力。

表 1: 重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,510.72	8,611.94	11,957.14	13,118.03	13,814.43
YoY(%)	8.53	1.19	38.84	9.71	5.31
净利润(百万元)	2,186.02	1,124.82	1,509.77	1,946.75	2,300.31
YoY(%)	59.74	-48.54	34.22	28.94	18.16
毛利率(%)	32.84	21.28	21.97	23.78	25.45
销售净利率(%)	25.69	13.06	12.63	14.84	16.65
ROE(%)	16.20	8.16	9.98	11.56	12.20
EPS(摊薄/元)	2.11	1.09	1.46	1.88	2.22
P/E(倍)	8.23	16.00	11.92	9.25	7.83
P/B(倍)	1.37	1.34	1.22	1.09	0.97

资料来源: iFinD, 中信建投证券

风险分析

(1) 全球市场竞争风险：公司轮胎产品定位于高性能及大尺寸的中高端领域，主要竞争对手为普利司通、米其林、固特异、大陆轮胎、住友橡胶等国际知名品牌。前述竞争对手拥有较高国际市场份额，我国轮胎产业在与国际品牌竞争中亟需持续做优做强。公司面向全球市场销售轮胎产品，拥有较高品牌知名度，但相较国际知名品牌仍存在差距，而大众消费者对于品牌的理解、接受及最终形成消费习惯，需要一定的培育周期。

(2) 原材料价格波动风险：公司生产用主要原材料近年来价格呈现波动趋势。由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成不利影响。

(3) 国际贸易摩擦风险：近年来，美国、巴西、阿根廷、澳大利亚、欧盟等一些国家和地区针对我国轮胎出口开展“双反”调查，部分国家和地区出台了相关贸易保护政策，美国通过“双反”及 301 调查限制我国轮胎企业对美出口；欧盟地区为限制从中国进口轮胎，制定欧盟轮胎标签法规，提高轮胎技术标准，限制中国轮胎在欧盟市场的销售；部分国际轮胎企业也会以专利侵权为名，向目标国贸易委员会等部门提起诉讼，限制含中国轮胎企业在内的竞争对手开拓市场；美国特朗普政府新一轮的单边贸易保护主义措施，进一步破坏全球贸易秩序。

分析师介绍

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

郑轶

石化能源及化工团队分析师，清华大学化学工程与工业生物工程学士、英国伦敦大学学院金融工程硕士。曾任职于西部证券、华创证券研究所，2026 年加入中信建投证券研究发展部石化能源及化工团队，研究领域包括轮胎、化肥、磷化工、煤化工、氯碱、合成生物学等方向。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员），2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名（团队核心成员）。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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,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。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk