



26Q1 业绩短期承压，摩洛哥工厂增量可期

2026 年 04 月 30 日

核心观点

- **事件：**公司发布 2025 年年报和 2026 年一季报。2025 年和 26Q1 公司分别实现营业收入 86.12、20.82 亿元，同比分别增长 1.19%、1.27%；分别实现归母净利润 11.25、2.10 亿元，同比分别下降 48.54%、41.95%。
- **盈利阶段性承压，摩洛哥工厂增量可期。**2025 年公司实现轮胎销量 3146.60 万条，同比增长 0.18%；其中，半钢胎、全钢胎销量分别为 3032.78、113.82 万条，同比分别变化-0.54%、24.20%。盈利能力方面，2025 年公司销售毛利率为 21.28%，同比下降 11.55 个百分点，主要与 2024 年公司收到美国海关退税导致基数偏高、美国关税政策影响、欧盟反倾销调查阶段性扰动青岛工厂半钢胎订单、摩洛哥工厂产能爬坡前期折旧压力较大等因素有关。26Q1 公司盈利同比回落，或与人民币升值下汇兑损失、美国关税扰动等因素有关。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，产能正持续有序释放，2026 年公司轮胎产销增量可期。
- **原料价格重心短期抬升，静待成本压力逐步释放。**短期来看，受东南亚产区气候异常、中东地缘局势等因素影响，轮胎主要原材料价格走高。截至 4 月 27 日，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑市场价分别为 2207 美元/吨、16300 元/吨、16000 元/吨、8600 元/吨，较年初分别上涨 15.64%、39.91%、37.93%、26.47%。分季度来看，二季度以来，天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑市场价均价较一季度环比分别上涨 6.77%、23.43%、25.19%、8.33%。主要原材料产品上涨之下，近期轮胎企业纷纷发布涨价函，我们认为，随着价格逐步向下游传导，轮胎成本端压力有望逐渐释放。
- **欧盟反倾销终裁即将落地，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，终裁措施将于 2026 年 6 月 18 日公布。在半钢胎领域，随着摩洛哥工厂逐步投产放量，公司海外半钢胎设计产能达 2800 万条/年，占公司半钢胎总设计产能比例为 70%。我们认为，欧盟反倾销制裁落地在即，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，海外资产或迎价值重估。
- **投资建议：**预计 2026-2028 年公司营收分别为 113.91、125.61、130.59 亿元；归母净利润分别为 16.01、21.13、24.85 亿元，同比分别变化 42.29%、32.01%、17.59%；EPS 分别为 1.54、2.04、2.40 元，对应 PE 分别为 11.12、8.43、7.17 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**国际贸易摩擦加剧的风险，原料价格大幅上涨的风险，产品景气度下滑的风险，新建项目达产不及预期的风险，汇率大幅波动的风险等。

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	8,612	11,391	12,561	13,059
收入增长率%	1.19	32.26	10.28	3.96
归母净利润(百万元)	1,125	1,601	2,113	2,485
利润增长率%	-48.54	42.29	32.01	17.59
分红率%	32.23	32.23	32.23	32.23

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

2026 年 04 月 30 日

股票代码	002984
A 股收盘价(元)	17.18
上证指数	4,112.16
总股本(万股)	103,629
实际流通 A 股(万股)	71,393
流通 A 股市值(亿元)	123

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 30 日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河化工】公司点评_森麒麟_25Q3 业绩环比改善，静待摩洛哥工厂放量_20251102
- 2.【银河化工】公司点评_森麒麟_业绩阶段性承压，全球化布局支撑长期发展_20250831
- 3.【银河化工】公司点评_森麒麟_业绩短期承压，静待摩洛哥工厂放量_20250426

毛利率%	21.28	22.86	25.44	27.84
摊薄 EPS(元)	1.09	1.54	2.04	2.40
PE	15.83	11.12	8.43	7.17
PB	1.29	1.18	1.07	0.97
PS	2.07	1.56	1.42	1.36

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	9,169	11,072	13,516	16,099
现金	2,242	4,269	6,595	9,100
应收账款	1,441	1,487	1,535	1,596
其它应收款	91	120	133	138
预付账款	170	176	187	188
存货	2,552	2,797	2,842	2,850
其他	2,672	2,223	2,224	2,227
非流动资产	9,205	9,056	8,650	8,208
长期投资	12	42	42	42
固定资产	8,104	7,895	7,462	6,998
无形资产	195	198	201	204
其他	895	920	945	964
资产总计	18,375	20,128	22,166	24,307
流动负债	2,327	2,821	3,241	3,558
短期借款	682	982	1,282	1,582
应付账款	947	976	1,041	1,047
其他	698	862	919	929
非流动负债	2,256	2,277	2,297	2,318
长期借款	10	30	50	70
其他	2,245	2,247	2,247	2,247
负债总计	4,582	5,097	5,539	5,876
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13,793	15,030	16,627	18,431
负债和股东权益	18,375	20,128	22,166	24,307

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	515	2,729	2,943	3,293
净利润	1,125	1,601	2,113	2,485
折旧摊销	680	779	816	853
财务费用	-63	62	70	78
投资损失	-39	-52	-58	-60
营运资金变动	-1,162	-173	-27	-87
其他	-25	512	28	24
投资活动现金流	-51	-606	-351	-349
资本支出	-744	-599	-409	-409
长期投资	-127	-60	0	0
其他	821	52	58	60
筹资活动现金流	-31	-95	-265	-439
短期借款	632	300	300	300
长期借款	10	20	20	20
其他	-673	-415	-585	-759
现金净增加额	378	2,027	2,326	2,505

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,612	11,391	12,561	13,059
营业成本	6,779	8,786	9,365	9,424
税金及附加	18	23	28	29
销售费用	177	262	289	300
管理费用	239	285	327	340
研发费用	210	277	305	317
财务费用	-37	102	37	32
资产减值损失	-26	-10	-20	-30
公允价值变动收益	12	0	0	0
投资收益及其他	47	74	82	85
营业利润	1,260	1,721	2,272	2,672
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	1,260	1,721	2,272	2,672
所得税	135	120	159	187
净利润	1,125	1,601	2,113	2,485
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,125	1,601	2,113	2,485
EBITDA	1,903	2,602	3,125	3,556
EPS (元)	1.09	1.54	2.04	2.40

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	1.2%	32.3%	10.3%	4.0%
营业利润增长率	-47.0%	36.6%	32.0%	17.6%
归母净利润增长率	-48.5%	42.3%	32.0%	17.6%
毛利率	21.3%	22.9%	25.4%	27.8%
净利率	13.1%	14.1%	16.8%	19.0%
ROE	8.2%	10.6%	12.7%	13.5%
ROIC	6.6%	9.3%	10.7%	11.3%
资产负债率	24.9%	25.3%	25.0%	24.2%
净资产负债率	33.2%	33.9%	33.3%	31.9%
流动比率	3.94	3.93	4.17	4.52
速动比率	1.71	2.17	2.63	3.12
总资产周转率	0.48	0.59	0.59	0.56
应收账款周转率	6.44	7.78	8.31	8.34
应付账款周转率	7.11	9.14	9.29	9.03
每股收益(元)	1.09	1.54	2.04	2.40
每股经营现金流(元)	0.50	2.63	2.84	3.18
每股净资产(元)	13.31	14.50	16.05	17.79
P/E	15.83	11.12	8.43	7.17
P/B	1.29	1.18	1.07	0.97
EV/EBITDA	9.68	6.42	4.70	3.52
PS	2.07	1.56	1.42	1.36

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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。	行业评级	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
公司评级		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
	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：

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

程曦 0755-83471683 chengxi_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：

林程 021-60387901 lincheng_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