

汽车

2026 年 05 月 05 日

森麒麟 (002984)

——25 年盈利受关税及费用影响，地缘冲突影响发货及汇兑损失拖累 26Q1 盈利，摩洛哥顺利爬坡中

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据:	2026 年 04 月 30 日
收盘价 (元)	17.18
一年内最高/最低 (元)	23.09/16.52
市净率	1.3
股息率% (分红/股价)	3.43
流通 A 股市值 (百万元)	12,265
上证指数/深证成指	4,112.16/15,107.55

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2026 年 03 月 31 日
每股净资产 (元)	13.06
资产负债率%	25.76
总股本/流通 A 股 (百万)	1,036/714
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

王瑞健 A0230526020001
wangrj@swsresearch.com

联系人

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点:

- **公司发布 2025 年年报，业绩略低于预期。**25 年公司实现营业收入 86.12 亿元 (yoy+1%)，归母净利润 11.25 亿元 (yoy-49%)，扣非后归母净利润 10.64 亿元 (yoy-50%)，毛利率 21.28% (yoy-11.56pct)，净利率 13.06% (yoy-12.63pct)，主要受到美国关税影响；费用端，受摩洛哥基地投建、利息收入下滑、汇兑损失增加等影响，2025 年公司销售、管理、研发、财务费用合计为 5.89 亿元 (同比增长 1.89 亿元)，业绩略低于预期。其中 25Q4 公司实现营业收入为 21.74 亿元 (yoy+0%，QoQ-6%)，归母净利润为 1.10 亿元 (yoy-76%，QoQ-68%)，扣非后归母净利润为 0.71 亿元 (yoy-83%，QoQ-78%)，实现毛利率 13.14% (yoy-12.07pct，QoQ-9.89pct)，净利率 5.04% (yoy-16.16pct，QoQ-9.77pct)。25 年归母净利润同比下滑的原因为：24 年同期公司收到泰国半钢反倾销税率下行的一次性退税收益，美国关税扰动销售导致对美出口盈利能力下滑，摩洛哥基地爬坡阶段带来的亏损。公司公告拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元(含税)，合计派发现金红利 0.52 亿元(含税)，叠加 25 年中期分红，25 年合计现金分红总额 3.63 亿元，占公司 25 年归母净利润的 32.24%。
- **公司发布 2026 年一季报，受关税、欧盟双反和地缘冲突影响叠加汇兑损失，26Q1 盈利略有承压，业绩符合预期。**26Q1 公司实现收入 20.82 亿元 (YoY+1%，QoQ-4%)，实现归母净利润 2.10 亿元 (YoY-42%，QoQ+92%)，实现扣非归母净利润 1.97 亿元 (YoY-44%，QoQ+178%)，业绩符合预期。费用端，公司财务费用同比增加 0.83 亿元，主要是汇兑损失预计 0.6 亿元，去年同期为汇收；此外，公司销售费用、管理费用、研发费用同比分别增长 0.29、0.01、0.07 亿元。26Q1 归母净利润同比下滑的主要原因是：1) 美国关税导致毛利率同比下滑；2) 汇兑损失增加；3) 地缘冲突影响对于中东的发货。
- **公司 2025 年及 26Q1 产销相对平稳，摩洛哥投入前期形成利润拖累、美国关税影响，盈利能力有所下滑，进入 26 年，摩洛哥基地持续爬坡中。**依据公司公告，2025 年公司轮胎产量约 3295.28 万条 (YoY+2%)，其中半钢产量 3179.04 万条 (YoY+2%)，全钢产量 116.24 万条 (YoY+26%)，轮胎销量合计约 3146.6 万条 (YoY+0%)，其中半钢销量约 3032.78 万条 (YoY-1%)、全钢销量约 113.82 万条 (YoY+24%)，全钢胎的增量预计来自于泰国基地产能利用率的提升。受美国关税影响，公司轮胎毛利率同比下滑 11.65pct 至 21.13%。分基地来看，2025 年公司泰国基地实现收入 51.08 亿元 (YoY-4%)，由于泰国基地 24 年存在一次性的退税收益，2025 年泰国基地净利润仅为 7.66 亿元 (YoY-42%)；摩洛哥基地爬坡阶段的折旧压力造成亏损，2025 年摩洛哥基地实现收入 5.76 亿元，实现净利润-0.47 亿元。2026Q1，摩洛哥基地顺利爬坡中，预计已实现盈利，但整体轮胎销量受到地缘冲突以及欧盟双反推迟的影响有所下滑，同时受到汇兑损失的影响，整体毛利率有所下滑，公司实现毛利率 20.20% (yoy-2.55pct，QoQ+7.06pct)，净利率 10.07% (yoy-7.50pct，QoQ+5.03pct)。
- **欧盟双反即将落地，摩洛哥基地战略性凸显，高端配套持续推进。**预计欧盟反倾销终裁于 6 月落地，目前调查结果已出台，反倾销税率为 29.9%，反补贴预计将于 8-9 月落地，公司持续推进海外基地布局，摩洛哥基地距离欧洲运距较近的优势凸显。在配套市场，公司已正式

向德国大众集团总部批量供应途观车型的冬季胎产品，通过打开全球高端配套市场持续提升公司品牌影响力、知名度，为首家向海外国际一线车厂欧洲市场正式供货的中国轮胎品牌，摩洛哥基地也有望打通本地的配套市场。

- **盈利预测与估值：**摩洛哥基地逐步放量中，但考虑到原料价格上涨以及汇率波动带来的影响，我们下调 2026-2027 年的盈利预测，并新增 2028 年的盈利预测，预计 26-28 年公司归母净利润分别为 15.20、18.24(原为 18.20、21.01)、21.89 亿元,对应的 EPS 为 1.47/1.76/2.11 元，对应 PE 约 12、10、8 倍，低于可比公司 26 年 PE 均值 18x，且我们仍然看好公司产能逐步释放兑现利润，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料大幅波动影响盈利；关税影响海外产品价格和市场需求；汇率波动。

财务数据及盈利预测

	2025	2026Q1	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	8,612	2,082	10,624	12,120	12,844
同比增长率 (%)	1.2	1.3	23.4	14.1	6.0
归母净利润 (百万元)	1,125	210	1,520	1,824	2,189
同比增长率 (%)	-48.5	-42.0	35.1	20.0	20.0
每股收益 (元/股)	1.09	0.20	1.47	1.76	2.11
毛利率 (%)	21.3	20.2	23.5	24.3	26.2
ROE (%)	8.2	1.5	10.4	11.4	12.5
市盈率	16		12	10	8

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	8,511	8,612	10,624	12,120	12,844
其中：营业收入	8,511	8,612	10,624	12,120	12,844
减：营业成本	5,716	6,779	8,124	9,169	9,482
减：税金及附加	31	18	32	36	39
主营业务利润	2,764	1,815	2,468	2,915	3,323
减：销售费用	157	177	165	188	199
减：管理费用	216	239	297	327	334
减：研发费用	197	210	266	303	321
减：财务费用	-170	-37	108	127	109
经营性利润	2,364	1,226	1,632	1,970	2,360
加：信用减值损失 (损失以“-”填列)	-2	-8	0	0	0
加：资产减值损失 (损失以“-”填列)	-17	-26	0	0	0
加：投资收益及其他	33	67	25	23	28
营业利润	2,377	1,260	1,658	1,992	2,389
加：营业外净收入	-2	0	-8	-11	-12
利润总额	2,375	1,260	1,650	1,981	2,377
减：所得税	189	135	130	157	188
净利润	2,186	1,125	1,520	1,824	2,189
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	2,186	1,125	1,520	1,824	2,189

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhy.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国境内 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。