

## 业绩持续增长，国内外产能继续扩张

### 投资要点

- 事件:** 3月28日, 公司发布2024年年度业绩公告, 2024年实现营业收入109.74亿元, 同比增长9.91%; 净利润13.12亿元, 同比增长26.94%; 毛利率为21.23%, 同比下降0.1pp, 净利率为11.95%, 同比提高1.6pp。
- 轮胎行业需求持续提升, 公司产品销量增长。** 据国家统计局和海关总署数据, 2024年, 国内橡胶轮胎外胎产量累计11.87亿条, 同比增长9.2%; 出口累计6.81亿条, 同比增长10.5%, 轮胎消费需求持续提升。2024年公司实现轮胎销量2796.6万条, 同比增长11.9%。其中, 全钢胎/半钢胎/斜交轮胎销量分别为797.5万条/1949.1万条/50.0万条, 同比分别-1.5%/+18.8%/+4.2%。
- 行业开工率保持较高水平, 原材料价格上涨。** 据中国橡胶信息贸易网数据, 汽车轮胎行业开工率处于历史较高水平, 截至3月27日, 当周半钢胎开工率83%, 同比有所提升, 全钢胎开工率68%, 同比小幅下降。半钢胎和全钢胎开工率分别为83.0%和68.1%, 较去年同期分别+2.63pp/-1.35pp。轮胎原材料价格方面, 据我们统计, 2024年轮胎原材料平均价格指数为126.1, 较2023年平均110.9提升13.7%。截至2025年3月23日, 轮胎原材料价格指数为128.85, 较2024年平均提升2.2%, 轮胎企业盈利能力可能会受限于原材料价格上涨, 建议关注后期原材料价格走势。
- 公司2024年产能利用率较高, 国内外产能继续扩张。** 截至2024年底, 公司泰国/山东轮胎生产基地形成产能全钢胎200/740万条/年, 半钢胎1000/1153万条/年。2024年泰国/山东轮胎生产基地全钢胎产能利用率87.1%/82.6%, 半钢胎产能利用率97.2%/97.8%。2025年公司拟于马来西亚建设海外第二轮胎生产基地, 产能规划为半钢胎600万条/年、全钢胎60万条/年, 预计2027-2028年陆续释放产能。公司将国内启动非公路胎项目, 产能规划为高性能工程子午胎8.4万条/年、巨型工程子午胎1万条/年, 于2025年第二季度至2029年12月分期建设, 预计2029年达产。项目达产后将为公司业绩贡献增量。
- 产品加速创新, 强化渠道优势。** 2024年, 公司完成520款产品的研发上市, 其中全钢胎产品75款、半钢胎产品445款, 产品矩阵持续丰富。2024年, 公司新产品销量1109.4万条, 占总销量的39.7%, 其中全钢胎/半钢胎新产品销量分别为277.6万条/829.3万条, 占全钢胎/半钢胎总销量比重分别为34.8%/42.5%, 新产品对公司整体销售的贡献突出。公司强化渠道优势, 经销渠道进行数字化转型, 直销配套渠道新项目拓展成效显著, 进入陕重汽、小鹏汽车供应体系, 有望带来业绩增量。
- 盈利预测与评级:** 预计公司25-27年归母净利润CAGR为9.8%。公司持续加强全球化布局, 优化经销渠道布局, 新产品款式丰富, 未来业绩具备向上弹性。给予公司2025年5倍PE, 对应目标价12.25港元(汇率1港元兑人民币0.93元), 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 汇率风险, 国际贸易摩擦风险, 原材料价格波动风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元人民币)	10973.89	11460.87	11946.69	12433.87
增长率	10.30%	4.44%	4.24%	4.08%
归属母公司净利润(百万元人民币)	1311.84	1454.28	1608.11	1737.58
增长率	26.94%	10.86%	10.58%	8.05%
每股收益EPS	2.06	2.28	2.52	2.73
净资产收益率	20.05%	18.85%	17.85%	16.69%
PE	3.86	3.48	3.15	2.91

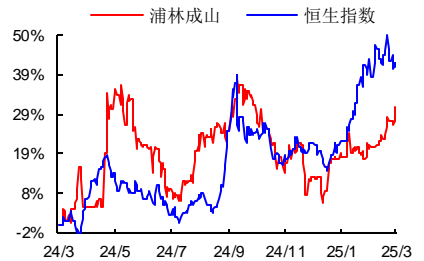
数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 郑连声  
执业证号: S1250522040001  
电话: 010-57758531  
邮箱: zlsns@swsc.com.cn

分析师: 张雪晴  
执业证号: S1250524100002  
电话: 010-57758528  
邮箱: zxqf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

52周区间(港元)	5.22-7.73
3个月平均成交量(百万)	0.15
流通股数(亿)	6.36
市值(亿港元)	54.70

### 相关研究

- 浦林成山 (1809.HK): 产品销量大幅增长, 全年业绩亮眼 (2024-02-05)
- 浦林成山 (1809.HK): 全钢胎领先制造商, 全球化布局持续优化 (2023-11-04)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：全钢胎：2024 年公司全钢胎产能 940 万条/年，假设 2027 年马来西亚轮胎生产基地全钢胎产能达到 20 万条/年，对应 2025-2027 年全钢胎产能分别为 940/940/960 万条/年，假设 2025-2027 年公司全钢胎产能利用率分别 86%/ 87%/ 86%，产品单价同比提升 2%，对应全钢胎产量分别为 808/ 813/ 821 万条，单价分别为 802/ 818/ 834 元/条。

假设 2：半钢胎：2024 年公司半钢胎产能 2153 万条/年，假设 2027 年马来西亚轮胎生产基地半钢胎产能达到 200 万条/年，对应 2025-2027 年半钢胎产能分别为 2153/2153/2353 万条/年，假设 2025-2027 年公司半钢胎产能利用率分别为 93%/ 96%/ 90%，产品单价同比提升 3%，对应产量分别为 2002/ 2067/2118 万条，产品单价分别为 238/245/252 元/条。

假设 3：斜交胎：目前，公司斜交胎产能 120 万条/年。假设 2025-2027 年斜交胎产能利用率分别 43%/ 45%/ 46%，产品单价同比提升 3%/3%/2%，对应斜交胎产量分别为 52/ 54/ 55 万条，单价分别为 417/ 430/ 438 元/条。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入预测

单位：百万元人民币		2024A	2025E	2026E	2027E
全钢胎	收入	6271.3	6484.1	6652.3	6849.6
	增速	3.4%	3.4%	2.6%	3.0%
	销量（万条）	797.5	808.4	813.1	820.8
	单价（元/条）	786.4	802.1	818.1	834
半钢胎	收入	4496.3	4757.5	5058.3	5338.2
	增速	28.0%	5.8%	6.3%	5.5%
	销量（万条）	1949.1	2002.3	2066.9	2117.7
	单价（元/条）	230.7	237.6	244.7	252.1
斜交胎	收入	202.5	215.2	232.0	241.9
	增速	31.6%	6.3%	7.8%	4.3%
	销量（万条）	50.0	51.6	54.0	55.2
	单价（元/条）	405.0	417.1	429.6	438.2
其他业务	收入	3.88	4.00	4.12	4.24
	增速	-98.2%	3.0%	3.0%	3.0%
合计	收入	10973.9	11460.9	11946.7	12433.9
	增速	10.30%	4.44%	4.24%	4.08%
	毛利	2329.7	2521.4	2747.7	2984.1
	毛利率	21.2%	22.5%	23.2%	23.7%

数据来源：公司公告，西南证券

考虑公司经营范围，选取森麒麟、通用股份、赛轮轮胎作为可比公司，2025 年三家公司的平均 PE 分别为 9.5 倍。

预计公司 25-27 年归母净利润 CAGR 为 9.8%。公司持续加强全球化布局，优化经销渠道布局，新产品款式丰富，未来业绩具备向上弹性。给予公司 2025 年 5 倍 PE，对应目标价 12.25 港元（汇率 1 港元兑人民币 0.93 元），维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值（截至 2025.3.28）**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A/E	25E	26E	27E	24A/E	25E	26E	27E
002984.SZ	森麒麟	253.16	24.45	2.20	2.55	2.98	/	11.14	9.60	8.20	/
601500.SH	通用股份	88.06	5.54	0.35	0.59	0.77	/	15.94	9.47	7.24	/
601058.SH	赛轮轮胎	477.76	14.53	1.31	1.54	1.79	/	11.11	9.43	8.10	/
平均值								12.73	9.50	7.85	/
1809.HK	浦林成山	50.58	7.94	2.06	2.28	2.52	2.73	3.86	3.48	3.15	2.91

数据来源：Wind，西南证券整理

**附：财务报表**

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	697.90	2359.55	3687.86	5148.27	营业额	10973.89	11460.87	11946.69	12433.87
应收账款	2020.65	2032.87	2119.04	2205.46	销售成本	8644.22	8878.74	9171.48	9483.31
预付款项、按金及其他应收款项	332.91	405.35	422.53	439.76	销售费用	517.04	528.35	550.74	573.20
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	486.70	496.84	517.90	539.02
存货	1942.88	1825.79	1885.99	1950.11	财务费用	28.84	22.06	9.34	4.46
其他流动资产	505.79	477.69	491.56	505.47	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产总计</b>	<b>5500.12</b>	<b>7101.24</b>	<b>8606.98</b>	<b>10249.06</b>	投资收益	0.08	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	6.19	6.19	6.19	6.19	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5249.88	4900.08	4667.95	4543.05	<b>营业利润</b>	<b>1297.16</b>	<b>1534.88</b>	<b>1697.24</b>	<b>1833.88</b>
在建工程	0.00	133.33	333.33	400.00	其他非经营损益	87.33	0.00	0.00	0.00
无形资产	175.07	145.89	116.71	87.53	税前利润	1384.50	1534.88	1697.24	1833.88
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	72.63	80.52	89.03	96.20
其他非流动资产	93.45	93.45	93.45	93.45	税后利润	1311.87	1454.36	1608.20	1737.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>5524.58</b>	<b>5278.94</b>	<b>5217.63</b>	<b>5130.22</b>	归属于非控制股东利润	0.03	0.08	0.09	0.10
<b>资产总计</b>	<b>11024.71</b>	<b>12380.18</b>	<b>13824.62</b>	<b>15379.28</b>	归属于母公司股东利润	1311.84	1454.28	1608.11	1737.58
应付账款	2106.14	2473.30	2554.84	2641.71	EBITDA	1953.98	2002.59	2167.88	2325.75
其他流动负债	1458.42	1619.33	1686.24	1753.71	NOPLAT	1256.44	1475.27	1617.05	1741.90
<b>流动负债合计</b>	<b>3909.17</b>	<b>4092.63</b>	<b>4241.08</b>	<b>4395.42</b>	EPS(元)	2.06	2.28	2.52	2.73
长期借款	410.70	410.70	410.70	410.70					
其他非流动负债	161.38	161.38	161.38	161.38	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>572.08</b>	<b>572.08</b>	<b>572.08</b>	<b>572.08</b>	<b>成长能力</b>				
负债合计	4481.24	4664.71	4813.16	4967.50	营收额增长率	10.30%	4.44%	4.24%	4.08%
归属于母公司股东权益	6543.54	7715.48	9011.37	10411.59	EBIT 增长率	17.48%	10.16%	9.61%	7.72%
归属于非控制股东权益	-0.08	0.00	0.09	0.19	EBITDA 增长率	15.76%	2.49%	8.25%	7.28%
<b>权益合计</b>	<b>6543.46</b>	<b>7715.48</b>	<b>9011.46</b>	<b>10411.78</b>	税后利润增长率	26.94%	10.86%	10.58%	8.05%
<b>负债和权益合计</b>	<b>11024.71</b>	<b>12380.18</b>	<b>13824.62</b>	<b>15379.28</b>	<b>盈利能力</b>				
					毛利率	21.23%	22.53%	23.23%	23.73%
					净利率	11.95%	12.69%	13.46%	13.98%
					ROE	20.05%	18.85%	17.85%	16.69%
					ROA	11.90%	11.75%	11.63%	11.30%
					ROIC	19.43%	20.64%	20.45%	21.85%
					<b>估值倍数</b>				
					P/E	3.86	3.48	3.15	2.91
					P/S	0.46	0.44	0.42	0.41
					P/B	0.77	0.66	0.56	0.49
					股息率	5.04%	5.58%	6.17%	6.67%
					EV/EBIT	0.43	5.22	8.69	11.64
					EV/EBITDA	0.31	4.06	6.84	9.20
					EV/NOPLAT	0.48	5.51	9.17	12.29
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>					
税后经营利润	1229.04	1454.36	1608.20	1737.68					
折旧与摊销	540.64	445.64	461.31	487.42					
财务费用	28.84	22.06	9.34	4.46					
其他经营资金	-548.31	588.60	-28.97	-27.34					
<b>经营性现金净流量</b>	<b>1250.21</b>	<b>2510.67</b>	<b>2049.87</b>	<b>2202.21</b>					
投资性现金净流量	-515.28	-200.00	-400.00	-400.00					
筹资性现金净流量	-733.82	-649.02	-321.55	-341.81					
<b>现金流量净额</b>	<b>1.11</b>	<b>1661.65</b>	<b>1328.32</b>	<b>1460.40</b>					

数据来源：公司公告，西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

---

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn