

公司研究

原材料价格上涨业绩承压下滑，“7+5”战略布局稳步推进

——玲珑轮胎（601966.SH）2024 年年报&2025 年一季报点评

增持（维持）

当前价：14.77 元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

分析师：蔡嘉豪

执业证书编号：S0930523070003

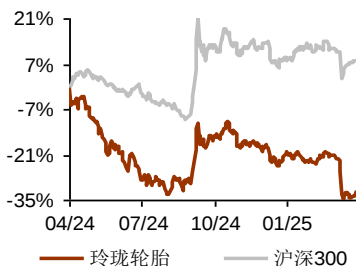
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	14.64
总市值(亿元):	216.16
一年最低/最高(元):	14.25/22.71
近 3 月换手率:	51.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-14.57	-17.61	-37.78
绝对	-17.94	-18.40	-32.12

资料来源：Wind

相关研报

24Q1 业绩延续高增长，塞尔维亚项目逐步投产——玲珑轮胎（601966.SH）23 年年报 & 24 年一季报点评（2024-04-29）

要点

事件 1: 公司发布 2024 年年度报告, 2024 年公司实现营业收入 221 亿元, 同比+9%, 归母净利润 17.5 亿元, 同比+26%; 其中 Q4 单季度实现营业收入 61 亿元, 同比+8%, 环比+10%, 实现归母净利润 0.41 亿元, 同比-91%, 环比-95%。

事件 2: 公司发布 2025 年第一季度报告。2025 年 Q1, 公司单季度实现营业收入 57 亿元, 同比+13%, 环比-7%; 实现归母净利润 3.4 亿元, 同比-23%, 环比+740%。

点评:

原材料价格上涨, 2024 年 Q4 及 2025 年 Q1 业绩承压同比下滑: 2024 年 Q4, 公司轮胎销量 2411 万条, 同比+6.6%; 轮胎产品价格同比+2.5%, 环比-2.5%; 天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本同比+14.8%, 环比+4.7%。2025 年 Q1, 公司轮胎销量 2141 万条, 同比+12.8%; 轮胎产品价格同比+0.6%, 环比+5.3%; 天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本同比+14%, 环比-0.4%。随着公司新产能逐步投放, 2024 年 Q4 及 2025 年 Q1 公司轮胎产品销量有所提升, 但受原材料成本大幅提升影响, 公司业绩同比承压下滑。

“7+5”战略布局稳步推进, 塞尔维亚项目一期顺利投产: 为推动企业全球产业高质量布局, 提升国际市场核心竞争力, 公司坚定推行“7+5”全球战略布局（即中国 7 个生产基地, 海外 5 个生产基地）, 逐步落实数字化转型发展战略, 打造全领域智能化、全流程自动化、全方位绿色化的先进轮胎工厂, 不断推进技术跨越发展、产业优化升级和生产力整体提升进程。2024 年 9 月, 塞尔维亚基地一期项目成功量产, 产品主要供应欧洲及周边市场, 为公司进一步扩展全球市场奠定了坚实基础。玲珑塞尔维亚工厂是中国轮胎企业在欧洲建设的首个工厂, 也是塞尔维亚迄今为止最大的绿地投资项目, 该项目的建成带动了当地轮胎产业链上下游的协同发展。塞尔维亚基地将成为公司产销收入增长以及利润增长的新引擎, 提升公司整体市占率和盈利能力。

配套、零售并驾齐驱, 公司营销力持续增强: 公司不断提升产品品质和技术含量, 凭借过硬的产品和服务, 为大众、奥迪、宝马、通用、福特、本田、日产、雷诺、红旗、上汽通用五菱、比亚迪、吉利、奇瑞、长城、广汽、长安、上汽乘用车、斯堪尼亚、福田戴姆勒、一汽解放、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风汽车、江淮汽车、中集车辆、山东临工、山推德工、龙工、柳工、纽荷兰（特胎）等全球 60 多家主机厂的 200 多个生产基地提供配套服务, 实现了对中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套, 车企配套轮胎累计近 3 亿条, 连续多年位居国内轮胎配套第一。在新能源汽车配套领域, 公司多年前开始审时度势、前瞻布局, 截至 24 年末已成功配套通用五菱全系、一汽红旗、比亚迪、吉利汽车、东风日产、奇瑞汽车、广汽本田、赛力斯、易捷特、零跑等多家车企的多款车型, 2020 年-2024 年, 公司在新能源汽车轮胎配套中连续五年位居行业前列。零售方面, 公司产品销往世界 173 个国家, 市场业务遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球各大区域, 且在全球各大洲分布较为均衡, 已形成全面覆盖的销售网络体系。2020 年公司在外围逆境之下开创“新零售”模式, 与腾讯云、华制智能联合开发智慧营销云平台, 打造玲珑新零售体系, 全面赋能终端门店并为线下消费助力, 通过线上与线下的高度结合, 为玲珑合作伙伴搭建良性循环的生态链。

盈利预测、估值与评级：原材料价格大幅上涨，公司盈利能力下滑，因此我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.84（下调 20%）/24.07（下调 24%）/27.87 亿元，对应 EPS 分别为 1.42/1.64/1.90 元。公司“7+5”战略布局稳步推进，配套与零售并驾齐驱营销力持续增强，持续打造公司轮胎产品品牌力，未来发展可期，因此维持公司“增持”评级。

风险提示：投产进度不及预期；国际贸易风险影响出口销售；原材料价格波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,165	22,058	25,245	27,764	30,532
营业收入增长率	18.58%	9.39%	14.45%	9.98%	9.97%
归母净利润（百万元）	1,391	1,752	2,084	2,407	2,787
归母净利润增长率	376.88%	26.01%	18.93%	15.51%	15.76%
EPS（元）	0.94	1.20	1.42	1.64	1.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.65%	8.08%	8.78%	9.28%	9.78%
P/E	16	12	10	9	8
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-04-25 注：公司总股本 2023 年末为 14.74 亿股，2024 年及以后为 14.64 亿股

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,165	22,058	25,245	27,764	30,532
营业成本	15,929	17,192	20,021	21,883	23,915
折旧和摊销	1,353	1,601	1,924	2,049	2,178
税金及附加	118	141	161	177	195
销售费用	737	648	742	816	897
管理费用	662	633	724	796	876
研发费用	815	920	1,053	1,159	1,274
财务费用	80	324	371	417	453
投资收益	8	8	8	8	8
营业利润	1,528	1,977	2,350	2,714	3,140
利润总额	1,529	1,971	2,344	2,707	3,134
所得税	139	219	260	300	348
净利润	1,391	1,752	2,084	2,407	2,786
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1,391	1,752	2,084	2,407	2,787
EPS(元)	0.94	1.20	1.42	1.64	1.90

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,199	1,937	3,518	4,214	4,693
净利润	1,391	1,752	2,084	2,407	2,787
折旧摊销	1,353	1,601	1,924	2,049	2,178
净营运资金增加	1,189	1,206	1,362	1,058	1,161
其他	-2,735	-2,622	-1,852	-1,300	-1,433
投资活动产生现金流	-3,126	-2,949	-3,031	-3,034	-3,009
净资本支出	-3,072	-2,432	-3,000	-3,000	-3,000
长期投资变化	4	2	0	0	0
其他资产变化	-58	-519	-31	-34	-9
融资活动现金流	2,463	1,096	37	-765	-1,229
股本变化	-3	-10	0	0	0
债务净变化	3,385	2,644	397	-165	-562
无息负债变化	900	334	999	667	729
净现金流	706	106	524	414	455

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	21.01%	22.06%	20.69%	21.18%	21.67%
EBITDA 率	18.51%	21.20%	18.46%	18.71%	18.95%
EBIT 率	11.80%	13.94%	10.84%	11.33%	11.82%
税前净利润率	7.58%	8.93%	9.28%	9.75%	10.26%
归母净利润率	6.90%	7.94%	8.26%	8.67%	9.13%
ROA	3.21%	3.72%	4.12%	4.52%	4.98%
ROE (摊薄)	6.65%	8.08%	8.78%	9.28%	9.78%
经营性 ROIC	6.85%	7.77%	6.46%	7.05%	7.71%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	51.74%	53.94%	53.01%	51.27%	49.08%
流动比率	0.74	0.80	0.87	0.94	1.04
速动比率	0.49	0.51	0.54	0.59	0.65
归母权益/有息债务	1.70	1.45	1.55	1.71	1.95
有形资产/有息债务	3.39	3.04	3.19	3.40	3.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	43,330	47,083	50,542	53,244	55,956
货币资金	3,980	3,626	4,150	4,565	5,020
交易性金融资产	27	833	833	833	833
应收账款	4,104	4,337	4,963	5,458	6,002
应收票据	229	301	344	378	416
其他应收款 (合计)	44	50	57	63	69
存货	4,744	5,789	6,793	7,454	8,175
其他流动资产	477	574	638	688	743
流动资产合计	13,992	15,890	18,209	19,909	21,772
其他权益工具	451	242	242	242	242
长期股权投资	71	69	69	69	69
固定资产	17,379	22,306	22,742	23,144	23,485
在建工程	7,577	4,833	5,199	5,475	5,681
无形资产	1,046	1,071	1,050	1,029	1,008
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	1,638	1,600	1,632	1,632	1,632
非流动资产合计	29,338	31,193	32,333	33,335	34,184
总负债	22,419	25,397	26,793	27,296	27,463
短期借款	9,355	9,159	9,256	8,791	7,929
应付账款	3,385	3,790	4,414	4,824	5,272
应付票据	1,996	1,625	1,893	2,069	2,261
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	53	50	82	107	135
流动负债合计	18,910	19,914	20,978	21,155	20,995
长期借款	2,165	4,345	4,645	4,945	5,245
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,040	1,030	1,062	1,087	1,115
非流动负债合计	3,509	5,483	5,815	6,140	6,468
股东权益	20,911	21,686	23,749	25,948	28,493
股本	1,474	1,464	1,464	1,464	1,464
公积金	9,634	9,448	9,448	9,448	9,448
未分配利润	9,477	10,332	12,396	14,595	17,141
归属母公司权益	20,905	21,680	23,744	25,943	28,489
少数股东权益	6	6	5	5	5

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.65%	2.94%	2.94%	2.94%	2.94%
管理费用率	3.28%	2.87%	2.87%	2.87%	2.87%
财务费用率	0.40%	1.47%	1.47%	1.50%	1.48%
研发费用率	4.04%	4.17%	4.17%	4.17%	4.17%
所得税率	9.07%	11.09%	11.09%	11.09%	11.09%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.29	0.01	0.14	0.16	0.19
每股经营现金流	0.81	1.32	2.40	2.88	3.21
每股净资产	14.19	14.81	16.22	17.73	19.47
每股销售收入	13.69	15.07	17.25	18.97	20.86

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16	12	10	9	8
PB	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9	8	8	7	6
股息率	1.94%	0.09%	0.96%	1.11%	1.29%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP