

Q1 利润承压，布局巴西生产基地

投资要点

- 事件:** (1) 公司发布2024年年报, 2024年实现营业收入220.58亿元, 同比+9.39%; 实现归母净利润17.52亿元, 同比+26.01%, 实现扣非归母净利润14.04亿元, 同比+8.40%。其中, 2024Q4实现营业收入61.09亿元, 同环比分别+8.41%/+9.69%; 实现归母净利润0.41亿元, 同环比分别-90.59%/-94.84%, 实现扣非归母净利润0.07亿元, 同环比分别-98.17%/-98.42%。(2) 公司发布2025年一季度报告, 25Q1实现营业收入56.97亿元, 同环比分别+12.92%/-6.75%; 实现归母净利润3.41亿元, 同环比分别-22.78%/+739.76%, 实现扣非归母净利润2.80亿元, 同环比分别-34.60%/+3678.11%。(3) 根据公司发布的利润分配方案, 2024年公司派发现金红利合计5.37亿元(含税), 现金分红比例为30.65%。2025年一季度拟派发现金红利1.02亿元(含税), 每股派发现金股利0.07元(含税), 现金分红比例为30.08%。(4) 公司发布《关于开展境外(巴西)投资建设项目及累计对外投资的公告》, 拟设立玲珑轮胎(巴西)公司, 计划于巴西建设轮胎生产项目。
- 半钢胎、全钢胎市场需求呈现分化, 原料价格上涨导致公司利润承压。**根据国家统计局发布和海关总署数据, 2024年中国橡胶轮胎外胎总产量达11.87亿条, 同比+9.2%, 出口量达6.81亿条, 同比+10.5%, 产销实现稳健增长。2024年半钢胎产量达到近五年峰值, 全年产量约6.38亿条, 同比+8.04%。全钢胎市场受需求乏力和成本高位的影响, 2024年全钢胎累计产量约1.36亿条, 同比-2.26%。2024年公司轮胎产量8912.23万条, 同比+12.65%, 销量8544.71万条, 同比+9.57%。受原材料采购价格大幅上涨的影响, 25Q1公司利润端承压, 25Q1公司销售毛利率14.92%, 同比-8.51pp, 销售净利率5.98%, 同比-2.76pp。
- 积极开拓中高端配套市场, 构建全维度配套体系。**公司积极开拓配套中高端市场, 2024年在中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套上均有新突破, 新增一汽红旗、比亚迪、吉利、赛力斯、上汽大众、美国及墨西哥宝马、通用、日产等品牌车型的配套量产项目, 并成为德国大众途观主胎供应商, 跻身全球高端配套市场。在非公路领域, 公司配套全球最大马力新能源拖拉机临工农机9E系列(ECVT), 成为新能源拖拉机领域的首选轮胎品牌。公司不断强化产品性能、提升产品质量, 在2024年销量5000以上车型轮胎品牌中的原配车型数量、轮胎销量、轮胎份额均排名第一, 市场份额位于行业前列。
- 贸易摩擦仍存, 全球化布局加快。**我国轮胎行业面临复杂的贸易摩擦形势, 为应对贸易壁垒带来的挑战, 公司根据国际贸易局势的发展进行全球合理布局并加快推进落地“7+5”全球战略布局和“3+3”非公路轮胎产业布局, 通过本地化生产规避贸易壁垒, 并依靠就近供货、就近服务的便捷性提升全球竞争力。2024年公司塞尔维亚工厂乘用车及轻卡胎达产产能300万套, 产能利用率68%, 卡客车胎达产产能100万套, 产能利用率88%, 塞尔维亚工厂产品主要供应欧洲及周边市场。公司计划于巴西巴拉纳州建设轮胎生产项目, 辐射拉丁美洲、印度、安哥拉、埃及、南部非洲关税同盟成员国等, 提高欧美汽车厂的供货时效, 推动境外营销渠道网络的建设和完善, 进一步拓展全球化市场。

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

总股本(亿股)	14.64
流通A股(亿股)	14.64
52周内股价区间(元)	14.26-22.95
总市值(亿元)	216.23
总资产(亿元)	484.77
每股净资产(元)	15.13

相关研究

- 玲珑轮胎(601966): 盈利快速增长, 塞尔维亚产能加速释放 (2024-11-04)
- 玲珑轮胎(601966): “7+5”和“3+3”战略剑指全球, 业绩具备向上空间 (2024-09-25)

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.45/1.74/2.02 元，三年归母净利润复合增速 19.1%。随着公司新建产能释放，产能利用率提升，业绩有望持续提升，给予 2025 年 13 倍 PE，对应目标价 18.85 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。



指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	220.58	251.03	277.71	304.25
增长率	9.39%	13.80%	10.63%	9.56%
归属母公司净利润 (亿元)	17.52	21.25	25.43	29.62
增长率	26.01%	21.2%	19.7%	16.5%
每股收益 EPS (元)	1.20	1.45	1.74	2.02
净资产收益率 ROE	8.08%	9.23%	10.11%	10.73%
PE	12	10	8	7
PB	1.00	0.94	0.86	0.78

数据来源: Wind, 西南证券

盈利预测

关键假设：

预计 25-27 年公司半钢胎产能均为 10200 万条/年，产能利用率有望逐步提升，假设 25-27 年，公司半钢胎销量分别为 8472/ 9186/ 9798 万条，半钢胎产品均价分别为 192/ 192/ 193 元/条。预计 25-27 年公司全钢胎产能均为 2005 万条/年。随着全钢胎市场的修复以及海外市场的开拓，产销量有望逐步提升，假设全钢胎销量分别为 1083/ 1223/ 1384 万条，全钢载重胎产品均价分别为 725/ 729/ 732 元/条。公司在非公路轮胎领域实施“3+3”战略，产品涵盖全钢工程胎和全钢巨胎，目前公司非公路轮胎业务板块斜交胎较多，假设 25-27 年公司非公路轮胎销量分别为 37/ 39/ 42 万条，随着全钢工程胎和巨胎的销量占比提升，非公路轮胎整体产品均价逐步提升，均价分别为 2100/ 2300/2500 元/条。假设 25-27 年公司轮胎业务整体毛利率分别为 21.5%/ 21.5%/ 21.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
轮胎业务	收入	21810.38	24843.07	27497.89	30138.01
	增速	9.79%	13.90%	10.69%	9.60%
	毛利率	23.20%	21.50%	21.50%	21.50%
其他业务	收入	247.56	259.94	272.93	286.58
	增速	-17.43%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	38.22%	38.22%	38.22%	38.22%
合计	收入	22057.9	25103.00	27770.82	30424.59
	增速	9.4%	13.8%	10.6%	9.6%
	毛利率	22.06%	21.67%	21.66%	21.66%

数据来源：公司公告，西南证券

随着公司产品结构调整与优化，“7+5”和“3+3”全球战略持续推进，盈利水平改善，业绩具备向上空间。预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 251.0/ 277.7/ 304.2 亿元，增速分别为 13.8%/ 10.6%/ 9.6%，归母净利润分别为 21.2/ 25.4/29.6 亿元，增速分别为 21.2%/ 19.7%/ 16.5%。

相对估值

我们选取与公司主营业务相近的赛轮轮胎、森麒麟、通用股份、三角轮胎作为可比公司，2025-2027 年 4 家公司平均 PE 分别为 8/ 7/ 7 倍。随着公司产品结构调整与优化，“7+5”和“3+3”全球战略持续推进，布局巴西生产基地扩充产能，业绩增速有望超越行业平均水平，预计估值将高于行业平均水平。给予公司 2025 年 13 倍 PE，对应目标价 18.85 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司 PE 估值（截至 2025 年 4 月 27 日）

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
601058.SH	赛轮轮胎	398.85	12.13	1.31	1.54	1.79	-	9.30	7.91	6.78	-
002984.SZ	森麒麟	195.70	18.90	2.11	2.27	2.70	2.65	8.96	8.42	7.07	7.16
601500.SH	通用股份	73.75	4.64	0.35	0.59	0.77	-	13.70	8.07	6.19	-
601163.SH	三角轮胎	112.08	14.01	1.38	1.55	1.67	1.65	10.15	9.06	8.37	8.48
平均值								10.53	8.37	7.10	7.82
601966.SH	玲珑轮胎	216.16	14.77	1.20	1.45	1.74	2.02	12.34	10.17	8.50	7.30

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	220.58	251.03	277.71	304.25	净利润	17.52	21.24	25.43	29.62
营业成本	171.92	196.62	217.54	238.35	折旧与摊销	16.01	18.18	19.41	19.66
营业税金及附加	1.41	1.49	1.69	1.85	财务费用	3.24	6.76	6.41	5.87
销售费用	6.48	6.65	7.22	7.61	资产减值损失	-3.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	6.33	16.19	16.80	17.80	经营营运资本变动	-9.63	1.40	-4.56	-2.66
财务费用	3.24	6.76	6.41	5.87	其他	-3.96	-0.60	-1.05	0.06
资产减值损失	-3.82	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	19.37	46.99	45.64	52.55
投资收益	0.08	0.67	0.67	0.67	资本支出	-23.42	-2.40	-20.00	-21.00
公允价值变动损益	-0.18	-0.02	-0.05	-0.06	其他	-6.07	4.11	4.74	3.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29.49	1.71	-15.26	-17.66
营业利润	19.77	23.96	28.66	33.38	短期借款	-1.95	-2.19	-14.80	-14.61
其他非经营损益	-0.06	-0.06	-0.06	-0.06	长期借款	21.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	19.71	23.89	28.60	33.31	股权融资	-1.96	0.00	0.00	0.00
所得税	2.19	2.65	3.17	3.69	支付股利	0.00	-3.50	-4.25	-5.09
净利润	17.52	21.24	25.43	29.62	其他	-6.93	-16.52	-4.66	-5.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-0.01	筹资活动现金流净额	10.96	-22.21	-23.71	-25.34
归属母公司股东净利润	17.52	21.25	25.43	29.62	现金流量净额	1.06	26.49	6.67	9.55
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	36.26	62.76	69.43	78.98	成长能力				
应收和预付款项	50.50	56.57	63.44	69.24	销售收入增长率	9.39%	13.80%	10.63%	9.56%
存货	57.89	67.13	75.21	82.19	营业利润增长率	29.35%	21.18%	19.65%	16.44%
其他流动资产	14.24	11.28	11.59	11.91	净利润增长率	25.99%	21.25%	19.70%	16.47%
长期股权投资	0.69	0.69	0.69	0.69	EBITDA 增长率	31.72%	25.30%	11.43%	8.13%
投资性房地产	0.81	0.81	0.81	0.81	获利能力				
固定资产和在建工程	271.39	256.99	258.97	261.69	毛利率	22.06%	21.67%	21.66%	21.66%
无形资产和开发支出	10.71	9.33	7.96	6.58	三费率	7.27%	11.79%	10.96%	10.28%
其他非流动资产	28.33	24.93	20.81	18.08	净利率	7.94%	8.46%	9.16%	9.73%
资产总计	470.83	490.50	508.91	530.16	ROE	8.08%	9.23%	10.11%	10.73%
短期借款	91.59	89.41	74.61	60.00	ROA	3.72%	4.33%	5.00%	5.59%
应付和预收款项	56.94	68.87	75.07	82.11	ROIC	6.24%	8.00%	9.10%	9.86%
长期借款	43.45	43.45	43.45	43.45	EBITDA/销售收入	17.69%	19.48%	19.62%	19.36%
其他负债	61.99	58.54	64.38	68.66	营运能力				
负债合计	253.97	260.26	257.50	254.21	总资产周转率	0.49	0.52	0.56	0.59
股本	14.64	14.64	14.64	14.64	固定资产周转率	1.11	1.05	1.11	1.28
资本公积	87.11	87.11	87.11	87.11	应收账款周转率	5.02	5.26	5.19	5.14
留存收益	110.69	128.43	149.62	174.15	存货周转率	3.10	3.01	2.96	2.95
归属母公司股东权益	216.80	230.18	251.37	275.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.42%	—	—	—
少数股东权益	0.06	0.05	0.05	0.04	资本结构				
股东权益合计	216.86	230.23	251.41	275.94	资产负债率	53.94%	53.06%	50.60%	47.95%
负债和股东权益合计	470.83	490.50	508.91	530.16	带息债务/总负债	53.17%	51.05%	45.85%	40.69%
					流动比率	0.80	0.97	1.09	1.22
					速动比率	0.51	0.64	0.71	0.80
					股利支付率	0.00%	16.50%	16.71%	17.17%
					每股指标				
					每股收益	1.20	1.45	1.74	2.02
					每股净资产	14.81	15.73	17.18	18.85
					每股经营现金	1.32	3.21	3.12	3.59
					每股股利	0.00	0.24	0.29	0.35
业绩和估值指标									
	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	39.02	48.90	54.48	58.91					
PE	12.34	10.17	8.50	7.30					
PB	1.00	0.94	0.86	0.78					
PS	0.98	0.86	0.78	0.71					
EV/EBITDA	7.43	5.29	4.46	3.78					
股息率	0.00%	1.62%	1.97%	2.35%					

数据来源: Wind, 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	wyf@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.c
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
	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	lzh@swsc.com.cn