

汽车

2025 年 05 月 06 日

玲珑轮胎 (601966)

——24Q4 产销量创新高，业绩受原料及费用计提影响较大，海外第三基地落地巴西

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 30 日

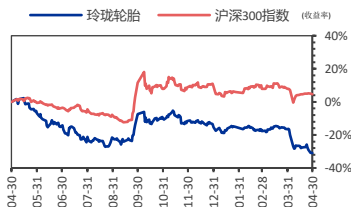
收盘价 (元)	14.24
一年内最高/最低 (元)	23.50/14.13
市净率	0.9
股息率 (分红/股价)	4.49
流通 A 股市值 (百万元)	20,840
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	15.13
资产负债率%	54.31
总股本/流通 A 股 (百万)	1,464/1,464
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

赵文琪 A0230523060003
zhaowq@swsresearch.com
马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

赵文琪
(8621)23297818x
zhaowq@swsresearch.com

投资要点：

- **公司公告：**1) 2024 年收入 220.58 亿元 (YoY+9.4%)，归母净利润 17.52 亿元 (YoY+26%)，扣非归母净利润 14.04 亿元 (YoY+8.4%)；其中 24Q4 收入 61.1 亿元 (YoY+8.4%，QoQ+9.7%)，归母净利润 4056 万元 (YoY-90.6%，QoQ-94.8%)，扣非归母净利润 740 万元 (YoY-98.2%，QoQ-98.4%)，业绩低于预期。2) 25Q1 收入 56.97 亿元 (YoY+12.9%，QoQ-6.75%)，归母净利润 3.41 亿元 (YoY-22.8%)，扣非归母净利润 2.8 亿元 (YoY-34.6%)，业绩略低于预期。
- **24 公司轮胎产销量稳步提升，盈利受益于泰国半钢反倾销税率下行而有所提升。**依据公司公告，2024 年公司轮胎产销量分别约 8912 万条 (YoY+12.65%)、8545 万条 (YoY+9.6%)，主要增量来自海外需求相对旺盛，公司半钢出口增长较多。2024 年公司泰国基地收入 42.13 亿元，泰国基地净利润 8.27 亿元，主要由于下半年泰国全钢被美国加征反倾销税，因此销量及收入受到影响。此外，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，截止 24 年底塞尔维亚达产产能为 300 万条半钢和 100 万条全钢，24 年贡献收入 14.41 亿元，净利润亏损 1.2 亿元，仍旧在爬坡阶段。成本端，公司 24 年主要原料天然胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线、帘子布采购均价分别同比变动+28%、+13.5%、-11.2%、-5.4%、+2.5%，整体原料成本有所提升，但由于泰国基地半钢反倾销税率下行，全年收到美国退税收益约 4 亿元，对冲成本，因此使得 24 年公司毛利率同比提升 1.05pct 至 22.06%。费用端，销售、管理、研发费用率整体略有下滑，使得 24 年净利率提升 1.04pct 至 7.94%。
- **轮胎产销量 24Q4 创新高，25Q1 淡季影响略有下滑，原材料及内销需求较弱使得毛利率环比下滑。**依据公司公告，24Q4 公司轮胎产销量分别约 2340 万条 (YoY+6.6%，QoQ+4.8%)、2411 万条 (YoY+6.6%，QoQ+12.5%)，Q4 为配套旺季，单季度产销量创新高。成本方面，公司 24Q4 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环比提升 4.71%、同比提升 14.80%，叠加 24Q3 确认大多退税金额，使得 24Q4 毛利率环比下滑 11.31pct、同比下滑 8.3pct 至 16.08%，费用端 24Q4 年底返利、奖金、汇兑损失、资产减值等一系列费用计提，使得 24Q4 净利率环比下滑 13.46pct、同比下滑 6.99pct 至 0.66%。25 年一季度公司轮胎产销量分别约 2303 万条 (YoY+6.8%，QoQ-1.6%)、2141 万条 (YoY+12.8%，QoQ-11.2%)，环比下滑主要有春节等淡季影响。成本端，公司一季度天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本环比降低 0.40%、同比提升 13.95%，但由于产销量环比下滑，以及内销市场较弱，毛利率环比下滑 1.16pct、同比下滑 8.51pct 至 14.92%。费用端，25Q1 有较多汇兑收益，净利率环比提升 5.32pct 至 5.98%。
- **海外第三基地落于巴西，公司筹划 H 股发行。**依据公司公告，公司海外第三基地位于巴西巴拉纳州蓬塔格罗萨，巴西地理位置优越，劳动力充足，汽车工业发达，公司计划投资约 87 亿元 (其中自筹资金、银行贷款各一半)，建设 1200 万条半钢、240 万条全钢、20 万套工程胎、10 万套翻新胎、6000 吨液体再生胶等，预计届时满产运行可实现销售收入 77.6 亿元、净利润 12.13 亿元。目前公司塞尔维亚仍处于爬坡阶段，后续有望贡献增量。
- **盈利预测与估值：**考虑美国关税影响及原材料波动，假设公司承担部分关税，下调公司 2025-2026 年出口产品价格和盈利，新增 2027 年盈利预测，预计三年归母净利润分别约 15.8、21.0 (原预测 21.3、25.1 亿元)、24.5 亿元，对应 PE 约 13、10、9 倍，参考公司自身过去一年平均 PE 约 14 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料大幅度波动影响盈利；国内需求疲软；关税影响海外需求

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	22,058	5,697	25,954	29,026	31,140
同比增长率 (%)	9.4	12.9	17.7	11.8	7.3
归母净利润 (百万元)	1,752	341	1,579	2,104	2,448
同比增长率 (%)	26.0	-22.8	-9.9	33.3	16.4
每股收益 (元/股)	1.20	0.23	1.08	1.44	1.67
毛利率 (%)	22.1	14.9	18.7	18.8	18.9
ROE (%)	8.1	1.5	6.9	8.4	8.9
市盈率	12		13	10	9

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,165	22,058	25,954	29,026	31,140
其中: 营业收入	20,165	22,058	25,954	29,026	31,140
减: 营业成本	16,076	17,192	21,109	23,569	25,241
减: 税金及附加	118	141	165	185	199
主营业务利润	3,971	4,725	4,680	5,272	5,700
减: 销售费用	589	648	649	784	841
减: 管理费用	662	633	649	668	685
减: 研发费用	815	920	1,038	1,161	1,183
减: 财务费用	80	324	265	353	311
经营性利润	1,825	2,200	2,079	2,306	2,680
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-27	-1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-370	-382	-450	-100	-100
加: 投资收益及其他	112	176	127	133	143
营业利润	1,528	1,977	1,756	2,339	2,723
加: 营业外净收入	1	-6	-2	-2	-4
利润总额	1,529	1,971	1,754	2,337	2,719
减: 所得税	139	219	175	234	272
净利润	1,391	1,752	1,578	2,103	2,447
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,391	1,752	1,579	2,104	2,448

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

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.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

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。