

2025 年 05 月 06 日

赛轮轮胎 (601058)

——25Q1 原料同比承压，销量创新高，得益于渠道及产品力，盈利仍有增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 04 月 30 日

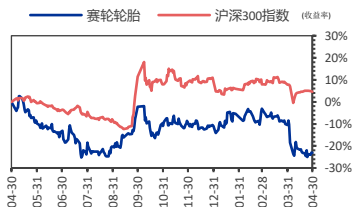
收盘价 (元) 12.22
一年内最高/最低 (元) 17.60/11.37
市净率 2.0
股息率 (分红/股价) 2.62
流通 A 股市值 (百万元) 40,181
上证指数/深证成指 3,279.03/9,899.82

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) 6.24
资产负债率% 49.56
总股本/流通 A 股 (百万) 3,288/3,288
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 年公司实现收入 318.02 亿元 (YoY+22.4%)，归母净利润 40.63 亿元 (YoY+31.4%)，扣非归母净利润 39.92 亿元 (YoY+26.9%)；其中 24Q4 收入 81.74 亿元 (YoY+17.3%，QoQ-3.5%)，归母净利润 8.19 亿元 (YoY-23.2%，QoQ-25%)，扣非归母净利润 8.66 亿元 (YoY-17.35%，QoQ-19.4%)。2) 25Q1 收入 84.11 亿元 (YoY+15.3%，QoQ+2.9%)，归母净利润 10.39 亿元 (YoY+0.5%，QoQ+26.8%)，扣非归母净利润 10.07 亿元 (YoY-0.73%，QoQ+16.35%)，业绩基本符合预期。
- **2024 年轮胎产销量稳步提升，得益于公司海外基地持续放量以及国内渠道下沉，盈利能力受原材料价格提升、但渠道及产品力稳定叠加内销盈利能力提升，综合毛利率基本持平。**依据公司公告，2024 年公司轮胎产销量分别约 7481 万条 (YoY+27.6%)、7216 万条 (YoY+29.34%)，其中全钢胎产能增加 95 万条 (青岛工厂 25 万条、越南工厂 40 万条、柬埔寨工厂 30 万条)，半钢胎年度可实现产能增加 800 万条 (东营工厂 350 万条、越南工厂 150 万条、柬埔寨工厂 300 万条)，非公路轮胎年度可实现产能增加 4.2 万吨 (青岛工厂 0.2 万吨、越南工厂 1.5 万吨、潍坊工厂 2.5 万吨)，国内外基地均有增量贡献。越南基地收入 86.44 亿元，净利润 15.85 亿元，柬埔寨基地收入 40.39 亿元，净利润 9.04 亿元。产品结构方面，半钢占比提升，全钢和非公路占比略有下滑。成本方面，24 年公司主要原材料天然胶、合成胶、钢帘线、炭黑采购价格同比变动+28.23%、+11.57%、-7.42%、-8.78%，整体有所提升，对毛利率有一定影响，但得益于较强的渠道及产品力，使得公司内销毛利率同比提升 2.44pct 至 20.86%，整体 2024 年公司毛利率同比微降 0.06pct 至 27.58%。费用端投入持续，24 年公司新增设立了约 22 家销售公司，24 年销售费用、管理费用、研发费用均明显增加，但随着收入规模的扩大，费用率略有下滑，使得 2024 年净利润率同比提升 0.64pct 至 12.97%。
- **24Q4 及 25Q1 原料成本推高，影响盈利能力，整体销量维持增长，25Q1 销量创季度新高。**依据公司公告，24Q4 公司轮胎产销量分别约 2018.4 万条 (YoY+21.5%，QoQ+5%)、1828 万条 (YoY+22.4%，QoQ-5.5%)，销量环比下滑主要由于年底淡季影响，尤其国内销量略有下滑；25Q1 公司轮胎产销量分别约 1988 万条 (YoY+15.2%，QoQ-1.5%)、1937 万条 (YoY+16.8%，QoQ+6%)，其中全钢和半钢销量环比均有提升，一季度海外旺盛需求相对持续，因此半钢出口销量相对增长较多。成本端，24Q4 公司天然橡胶、合成橡胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料的综合采购价格同比增长 21.72%，环比增长 7.64%，25Q1 四项主要原材料的综合采购价格同比增长 4.51%，环比下降 7.94%，两个季度原料价格同比均有提升，使得毛利率同比下滑，24Q4 及 25Q1 毛利率分别约 25.3%、24.7%。费用端，三费率随着销售规模扩大略有下滑，叠加 25Q1 有投资收益，使得 25Q1 净利润率同环比略有下滑至 12.64%。
- **24 年公司成立约 22 家轮胎销售公司，因此使得存货、应收账款等项目有所提升。**在建工程明显提升，截止 2025 年一季度末，公司在建工程较年初提升 6.24 亿元，2024 年底较年初增加 12.36 亿元，主要项目为柬埔寨 1200 万条半钢胎项目、墨西哥 600 万条半钢胎项目、柬埔寨 165 万条全钢胎项目。内销方面，公司持续优化配套量和结构，目前公司已为比亚迪的元 PLUS、秦 PLUS、秦 L、海豹 06、驱逐舰 05 等多款乘用车提供轮胎配套，同时推进液体黄金推广，逐步提升产品及品牌力。
- **盈利预测与估值：**考虑关税因素以及内需疲软，下调 2025-2026 年海外产品价格 (考虑承担部分关税) 以及盈利能力，新增 2027 年盈利预测，预计三年归母净利润约 45.4、52.9 (原预测约 54、64 亿元)、57.1 亿元，对应 PE 约 9、8、7 倍，我们考虑公司渠道为应对关税涨价实施过程中，以及参考公司过去一年平均 PE 约 11 倍，对应 20%以上空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**关税加征影响终端需求明显下滑；原材料大幅度波动影响盈利能力

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	31,802	8,411	38,713	43,210	45,109
同比增长率 (%)	22.4	15.3	21.7	11.6	4.4
归母净利润 (百万元)	4,063	1,039	4,540	5,290	5,706
同比增长率 (%)	31.4	0.5	11.7	16.5	7.9
每股收益 (元/股)	1.26	0.32	1.38	1.61	1.74
毛利率 (%)	27.6	24.7	26.5	26.6	26.6
ROE (%)	20.8	5.1	19.5	18.5	16.7
市盈率					

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	25,978	31,802	38,713	43,210	45,109
其中: 营业收入	25,978	31,802	38,713	43,210	45,109
减: 营业成本	18,847	23,030	28,452	31,716	33,099
减: 税金及附加	87	110	134	149	156
主营业务利润	7,044	8,662	10,127	11,345	11,854
减: 销售费用	1,237	1,531	1,858	2,074	2,165
减: 管理费用	873	1,013	1,239	1,383	1,443
减: 研发费用	838	1,013	1,239	1,340	1,398
减: 财务费用	392	351	266	316	297
经营性利润	3,704	4,754	5,525	6,232	6,551
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-8	-9	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-184	-162	-280	-150	-40
加: 投资收益及其他	13	138	20	19	19
营业利润	3,517	4,706	5,267	6,102	6,530
加: 营业外净收入	-74	-45	-52	-57	-51
利润总额	3,442	4,660	5,215	6,044	6,479
减: 所得税	240	537	614	694	712
净利润	3,202	4,123	4,601	5,351	5,767
少数股东损益	111	61	61	61	61
归属于母公司所有者的净利润	3,091	4,063	4,540	5,290	5,706

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

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。