

季度业绩承压，拟建海外第三基地

核心观点

- 季度业绩承压。**公司近期发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年全年实现营业收入 220.6 亿元，同比+9.4%；实现归母净利润 17.5 亿元，同比+26.0%。2025 年一季度实现营业收入 57.0 亿元，同比+12.9%；实现归母净利润 3.4 亿元，同比-22.8%。一季度业绩下滑主要是原材料价格波动影响，公司第一季度天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本同比提升 13.95%。
- 销售结构持续优化。**2024 年公司销售结构进一步优化，毛利率较高的出口及海外销售收入 107.3 亿元，同比增长 14.19%，明显高于总收入增速，占轮胎产品总收入比例也进一步提升至 49.2%。此外，公司在配套端继续积极开拓中高端市场，新增一系列配套量产项目，并成为德国大众途观主胎供应商。近两年公司配套收入占比稳定在 27-28%之间，未来伴随中高端量产项目逐步落地，特别是欧洲工厂配套项目，公司配套业务有望进一步实现结构优化和盈利提升。
- 拟建巴西工厂，持续推进“7+5”战略布局。**公司拟投资 87.1 亿元在巴西建设海外第三工厂，建设工期预计 7 年，分三期建设，计划于 2025 年 Q3 开工，至 2032 年 12 月底结束投入使用。产品包括半钢子午胎 1200 万套+全钢子午胎 240 万套+特胎 20 万套+翻新轮胎 10 万套，投产后预计年收入 77.58 亿元，年净利润 12.13 亿元。该项目投资规模与欧洲基地相当，同时避免了扎堆热门地区投资，也能享受南美及就近北美市场机会。此外，公司筹划发行 H 股股票并在香港联交所主板上市，提升公司化品牌形象，并满足公司国际业务发展需求，拓宽海外项目融资渠道。

盈利预测与投资建议

- 考虑到原材料价格波动，我们适当下调公司毛利率并上调部分费用率预测，并调整公司 2025-2027 年每股收益预期分别为 1.38/1.60/1.84 元（原 25 年预测 2.03 元），按照 25 年可比公司平均 16 倍市盈率，给予目标价 22.08 元，维持买入评级。

风险提示：原材料价格上涨、国内外需求下滑、海外基地投产进度不及预期、国内供给增长加快、业务结构调整不及预期、关税政策变化、汇率波动。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,165	22,058	27,891	30,599	32,820
同比增长(%)	18.6%	9.4%	26.4%	9.7%	7.3%
营业利润(百万元)	1,528	1,977	2,212	2,527	2,895
同比增长(%)	873.9%	29.4%	11.9%	14.3%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,391	1,752	2,027	2,340	2,692
同比增长(%)	376.9%	26.0%	15.7%	15.4%	15.1%
每股收益(元)	0.95	1.20	1.38	1.60	1.84
毛利率(%)	20.3%	22.1%	20.7%	20.9%	21.2%
净利率(%)	6.9%	7.9%	7.3%	7.6%	8.2%
净资产收益率(%)	6.9%	8.2%	8.9%	9.4%	9.8%
市盈率	15.5	12.3	10.6	9.2	8.0
市净率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（维持）

股价（2025年05月16日）	14.75 元
目标价格	22.08 元
52 周最高价/最低价	21.91/14.13 元
总股本/流通 A 股（万股）	146,350/146,350
A 股市值（百万元）	21,587
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2025 年 05 月 18 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.07	-1.67	-18.37	-31.73
相对表现%	-1.19	-4.75	-17.1	-38.56
沪深 300%	1.12	3.08	-1.27	6.83



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莺	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

品牌力强者，整装待发再启航	2024-04-09
---------------	------------

表 1：可比公司估值（截至 2025/5/16）

公司	最新价格 (元)	每股收益 (元/股)			市盈率		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
赛轮轮胎	12.84	1.34	1.57	1.83	9.60	8.18	7.03
森麒麟	18.88	2.09	2.49	2.67	9.05	7.58	7.06
通用股份	4.68	0.39	0.52	0.50	11.92	9.08	9.27
三角轮胎	13.96	1.37	1.47	1.65	10.17	9.47	8.45
星宇股份	138.22	6.37	7.96	9.76	21.69	17.36	14.15
拓普集团	52.62	2.10	2.61	3.15	25.02	20.17	16.68
海达股份	10.50	0.35	0.50	0.69	29.64	20.97	15.21
调整后平均					15.68	12.85	10.83

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,980	3,626	3,347	3,672	3,938	营业收入	20,165	22,058	27,891	30,599	32,820
应收票据、账款及款项融资	4,665	4,952	5,680	5,619	5,698	营业成本	16,076	17,192	22,121	24,214	25,849
预付账款	380	364	460	504	541	销售费用	589	648	819	899	964
存货	4,744	5,789	8,848	11,623	14,217	管理费用	662	633	800	878	941
其他	223	1,159	1,162	1,168	1,173	研发费用	815	920	1,164	1,277	1,370
流动资产合计	13,992	15,890	19,497	22,586	25,568	财务费用	80	324	495	524	515
长期股权投资	71	69	69	69	69	资产、信用减值损失	397	383	262	246	235
固定资产	17,379	22,306	27,618	26,879	25,273	公允价值变动收益	11	(18)	(18)	(18)	(18)
在建工程	7,577	4,833	1,381	2,396	3,646	投资净收益	8	8	8	8	8
无形资产	1,046	1,071	1,027	982	938	其他	(37)	28	(9)	(26)	(41)
其他	3,266	2,914	2,913	2,912	2,912	营业利润	1,528	1,977	2,212	2,527	2,895
非流动资产合计	29,338	31,193	33,008	33,238	32,837	营业外收入	8	11	11	11	11
资产总计	43,330	47,083	52,504	55,824	58,405	营业外支出	7	17	17	17	17
短期借款	9,355	9,159	11,995	12,282	11,628	利润总额	1,529	1,971	2,205	2,521	2,889
应付票据及应付账款	5,382	5,415	6,968	7,627	8,142	所得税	139	219	179	182	197
其他	4,174	5,340	4,346	4,380	4,408	净利润	1,391	1,752	2,027	2,339	2,692
流动负债合计	18,910	19,914	23,309	24,289	24,179	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	2,165	4,345	4,345	4,345	4,345	归属于母公司净利润	1,391	1,752	2,027	2,340	2,692
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.95	1.20	1.38	1.60	1.84
其他	1,344	1,139	1,139	1,139	1,139	主要财务比率					
非流动负债合计	3,509	5,483	5,483	5,483	5,483		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	22,419	25,397	28,792	29,772	29,662	成长能力					
少数股东权益	6	6	5	5	4	营业收入	18.6%	9.4%	26.4%	9.7%	7.3%
实收资本（或股本）	1,474	1,464	1,464	1,464	1,464	营业利润	873.9%	29.4%	11.9%	14.3%	14.6%
资本公积	8,701	8,711	8,711	8,711	8,711	归属于母公司净利润	376.9%	26.0%	15.7%	15.4%	15.1%
留存收益	10,214	11,069	13,096	15,436	18,128	获利能力					
其他	516	436	436	436	436	毛利率	20.3%	22.1%	20.7%	20.9%	21.2%
股东权益合计	20,911	21,686	23,712	26,052	28,743	净利率	6.9%	7.9%	7.3%	7.6%	8.2%
负债和股东权益总计	43,330	47,083	52,504	55,824	58,405	ROE	6.9%	8.2%	8.9%	9.4%	9.8%
现金流量表						ROIC	4.8%	5.9%	6.4%	6.6%	7.0%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	1,391	1,752	2,027	2,339	2,692	资产负债率	51.7%	53.9%	54.8%	53.3%	50.8%
折旧摊销	1,140	1,518	1,656	1,908	1,952	净负债率	39.7%	52.1%	60.8%	55.2%	46.8%
财务费用	80	324	495	524	515	流动比率	0.74	0.80	0.84	0.93	1.06
投资损失	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	速动比率	0.48	0.49	0.43	0.42	0.43
营运资金变动	(777)	(962)	(3,587)	(2,317)	(2,408)	营运能力					
其它	(627)	(687)	280	263	253	应收账款周转率	5.7	5.0	5.6	5.7	6.1
经营活动现金流	1,199	1,937	863	2,709	2,995	存货周转率	3.3	3.1	2.9	2.2	1.9
资本支出	(5,260)	(3,671)	(3,473)	(2,138)	(1,551)	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
长期投资	(63)	76	0	0	0	每股指标（元）					
其他	2,196	646	(9)	(9)	(9)	每股收益	0.95	1.20	1.38	1.60	1.84
投资活动现金流	(3,126)	(2,949)	(3,482)	(2,147)	(1,560)	每股经营现金流	0.81	1.32	0.59	1.85	2.05
债权融资	687	2,619	0	0	0	每股净资产	14.28	14.81	16.20	17.80	19.64
股权融资	(68)	(0)	0	0	0	估值比率					
其他	1,844	(1,523)	2,340	(236)	(1,169)	市盈率	15.5	12.3	10.6	9.2	8.0
筹资活动现金流	2,463	1,096	2,340	(236)	(1,169)	市净率	1.0	1.0	0.9	0.8	0.8
汇率变动影响	170	23	-0	-0	-0	EV/EBITDA	11.8	8.5	7.4	6.5	6.0
现金净增加额	706	106	(279)	325	266	EV/EBIT	20.1	14.1	12.0	10.6	9.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。