

## 关税扰动致业绩下滑，26 年仍存压力

### 核心观点

- **2025 年同比下滑：**公司发布 2025 年年报，全年实现营业收入 246.42 亿元，同比 +11.7%；实现归母净利润 13.69 亿元，同比 -21.9%。2025 年业绩下滑主要受到关税问题影响，一方面美国于 25 年 4 月发起的关税争端显著提高了出口美国的成本。同时，欧洲等国家和地区发起密集的反倾销与反补贴调查，也严重影响了中国轮胎企业的销售情况。
- **2026 年行业压力仍较大：**轮胎是收入端出口导向为主，销售面向大客户与一般消费者，原料端采购随行就市的行业。在人民币汇率偏强，大宗原料大幅快速上涨的过程中，由于销售价格调整相对滞后，将阶段性遭受盈利损失。而 2026 年在中东冲突的影响下，大宗原料出现脉冲式上涨行情，且人民币汇率表现较强，我们预计轮胎行业今年将普遍有较大业绩压力。不过这些仍是外部短期因素，待汇率趋势稳定，原料从高位回落后，行业盈利反而有望因此受益。
- **持续推进“7+5”战略布局，配套与零售双联互动：**公司在发展区域上持续推进“7+5”战略布局，塞尔维亚基地产能基本投用，目前正推进系统贯通与产能爬坡，新规划的巴西基地正处于商务谈判阶段。在销售上坚持“配套引领替换，替换支持配套”协同发展策略。配套上专注高价值产品打造，重点提升 18 寸及以上中高端配套占比，加大 20 寸及以上高附加值产品布局。零售端通过渠道协同与能力建设，实现全链路效率提升与客户体验优化，从而在激烈的市场竞争中构筑核心竞争优势。

### 盈利预测与投资建议

- 考虑到人民币汇率及原材料价格波动，我们适当下调公司毛利率并上调部分费用率预测，调整公司 2026-2027 年每股收益预期 EPS 分别为 0.57 与 1.16 元（原预测 1.60、1.84 元），并添加 2028 年 EPS 预测 1.55 元。考虑到公司 2026 年业绩下滑主要受汇率和原料大幅波动等外部影响，按照 27 年可比公司平均 14 倍市盈率，给予目标价 16.24 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	22,058	24,642	29,884	32,055	34,224
同比增长(%)	9.4%	11.7%	21.3%	7.3%	6.8%
营业利润(百万元)	1,977	1,529	933	1,893	2,537
同比增长(%)	29.4%	-22.7%	-39.0%	102.9%	34.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,752	1,369	840	1,693	2,264
同比增长(%)	26.0%	-21.9%	-38.6%	101.4%	33.7%
每股收益(元)	1.20	0.94	0.57	1.16	1.55
毛利率(%)	22.1%	17.0%	17.4%	18.4%	19.6%
净利率(%)	7.9%	5.6%	2.8%	5.3%	6.6%
净资产收益率(%)	8.2%	6.1%	3.6%	6.8%	8.5%
市盈率	11.1	14.2	23.1	11.5	8.6
市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7

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（2026年05月08日）	13.25 元
目标价格	16.24 元
52 周最高价/最低价	16.16/13.13 元
总股本/流通 A 股（万股）	146,350/146,350
A 股市值（百万元）	19,391
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2026 年 05 月 11 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.23	-7.02	-13	-9.28
相对表现%	-1.11	-13.03	-17.92	-35.73
沪深 300%	1.34	6.01	4.92	26.45



### 证券分析师

倪吉 执业证书编号：S0860517120003  
 nij@orientsec.com.cn  
 021-63326320

### 相关报告

季度业绩承压，拟建海外第三基地 2025-05-18

**表 1：可比公司估值（截止到 2026 年 5 月 8 日）**

公司	股价	每股收益（元）				市盈率			
		2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
赛轮轮胎	<b>13.78</b>	1.07	1.40	1.67	1.93	12.86	9.84	8.24	7.13
森麒麟	<b>16.77</b>	1.09	1.65	2.05	2.28	15.45	10.19	8.17	7.34
通用股份	<b>4.63</b>	0.13	0.24	0.29	0.34	36.54	19.70	16.25	13.77
三角轮胎	<b>14.75</b>	1.15	1.25	1.44	1.69	12.79	11.81	10.21	8.71
星宇股份	<b>137.96</b>	5.69	6.94	8.54	10.03	24.27	19.87	16.15	13.76
拓普集团	<b>66.89</b>	1.60	1.95	2.39	2.88	41.83	34.30	27.94	23.25
海达股份	<b>9.92</b>	0.39	0.45	0.54	0.63	25.67	22.26	18.47	15.86
<b>调整后平均</b>							<b>17.00</b>	<b>14.00</b>	<b>12.00</b>

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,626	3,332	3,586	4,166	6,571	营业收入	22,058	24,642	29,884	32,055	34,224
应收票据、账款及款项融资	4,952	5,797	6,624	6,464	6,559	营业成本	17,192	20,445	24,689	26,170	27,523
预付账款	364	656	795	853	911	销售费用	648	862	897	962	1,027
存货	5,789	5,472	6,607	7,004	7,366	管理费用	633	747	867	930	992
其他	1,159	447	458	464	469	研发费用	920	978	1,186	1,272	1,358
<b>流动资产合计</b>	<b>15,890</b>	<b>15,704</b>	<b>18,071</b>	<b>18,950</b>	<b>21,875</b>	财务费用	324	(316)	971	454	420
长期股权投资	69	63	63	63	63	资产、信用减值损失	383	467	377	394	371
固定资产	22,306	23,406	25,940	26,572	26,535	公允价值变动收益	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
在建工程	4,833	4,213	1,866	1,162	951	投资净收益	8	48	48	48	48
无形资产	1,071	1,015	966	918	870	其他	28	39	4	(11)	(26)
其他	2,914	2,975	2,974	2,974	2,974	<b>营业利润</b>	<b>1,977</b>	<b>1,529</b>	<b>933</b>	<b>1,893</b>	<b>2,537</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>31,193</b>	<b>31,671</b>	<b>31,809</b>	<b>31,688</b>	<b>31,392</b>	营业外收入	11	43	43	43	43
<b>资产总计</b>	<b>47,083</b>	<b>47,375</b>	<b>49,880</b>	<b>50,639</b>	<b>53,267</b>	营业外支出	17	29	29	29	29
短期借款	9,159	5,409	6,739	5,409	5,409	<b>利润总额</b>	<b>1,971</b>	<b>1,542</b>	<b>947</b>	<b>1,907</b>	<b>2,551</b>
应付票据及应付账款	5,415	5,035	6,080	6,445	6,778	所得税	219	174	107	215	287
其他	5,340	7,204	6,509	6,540	6,572	<b>净利润</b>	<b>1,752</b>	<b>1,369</b>	<b>840</b>	<b>1,692</b>	<b>2,263</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>19,914</b>	<b>17,648</b>	<b>19,328</b>	<b>18,394</b>	<b>18,759</b>	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款	4,345	5,271	5,271	5,271	5,271	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,752</b>	<b>1,369</b>	<b>840</b>	<b>1,693</b>	<b>2,264</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.20	0.94	0.57	1.16	1.55
其他	1,139	1,348	1,334	1,334	1,334						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5,483</b>	<b>6,619</b>	<b>6,605</b>	<b>6,605</b>	<b>6,605</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>25,397</b>	<b>24,267</b>	<b>25,933</b>	<b>24,999</b>	<b>25,364</b>		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	6	8	8	8	8	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,464	1,464	1,464	1,464	1,464	营业收入	9.4%	11.7%	21.3%	7.3%	6.8%
资本公积	8,711	8,711	8,711	8,711	8,711	营业利润	29.4%	-22.7%	-39.0%	102.9%	34.0%
留存收益	11,069	12,065	12,905	14,598	16,862	归属于母公司净利润	26.0%	-21.9%	-38.6%	101.4%	33.7%
其他	436	860	858	858	858	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>21,686</b>	<b>23,108</b>	<b>23,947</b>	<b>25,639</b>	<b>27,903</b>	毛利率	22.1%	17.0%	17.4%	18.4%	19.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>47,083</b>	<b>47,375</b>	<b>49,880</b>	<b>50,639</b>	<b>53,267</b>	净利率	7.9%	5.6%	2.8%	5.3%	6.6%
						ROE	8.2%	6.1%	3.6%	6.8%	8.5%
						ROIC	5.9%	2.9%	4.4%	5.3%	6.4%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	53.9%	51.2%	52.0%	49.4%	47.6%
						净负债率	52.1%	46.7%	49.6%	38.9%	27.1%
						流动比率	0.80	0.89	0.93	1.03	1.17
						速动比率	0.49	0.58	0.57	0.61	0.71
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	5.0	5.2	5.6	5.8	6.3
						存货周转率	3.1	3.5	4.0	3.5	3.4
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.20	0.94	0.57	1.16	1.55
						每股经营现金流	1.32	1.36	1.28	2.97	3.28
						每股净资产	14.81	15.78	16.36	17.51	19.06
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	11.1	14.2	23.1	11.5	8.6
						市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
						EV/EBITDA	7.7	10.0	7.8	6.6	5.6
						EV/EBIT	12.8	24.2	15.4	12.5	9.9

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。