

2022年10月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

向全球一流轮胎企业迈进

—玲珑轮胎（601966.SH）公司深度报告

买入(维持)

投资要点

分析师：黄寅斌 S1050522060001
huangyb@cfsc.com.cn

基本数据

2022-09-30

当前股价(元)	18.2
总市值(亿元)	269
总股本(百万股)	1477
流通股本(百万股)	1361
52周价格范围(元)	17.26-43.21
日均成交额(百万元)	368.72

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《玲珑轮胎（601966）：二季度业绩环比修复，盈利能力有望持续改善》2022-08-27
- 2、《华鑫证券*公司报告*玲珑轮胎（601966）二季度扭亏为盈，业绩有望持续回暖*20220715*黄寅斌》2022-07-16
- 3、《华鑫证券*公司报告*玲珑轮胎（601966）成本和需求压力缓解，公司业绩有望持续回暖*20220629*黄寅斌》2022-06-29

公司产能持续扩张，行业地位不断提升

公司持续深耕轮胎生产和研发，产品享誉全球。公司 2022 年上半年乘用车及轻卡子午线轮胎产量为全国轮胎企业第一，卡车用全钢胎产量为全国第二。预计公司 2022 年半钢胎产能达到 8250 万条/年，全钢胎产能达到 1460 万条/年。2022/2023/2024 年公司轮胎总产能预计将达到 9805/10761/11961 万条。随着产能持续释放，公司未来在行业内的地位将持续提升。随着能耗双控和环保政策推行，部分轮胎行业落后产能或被淘汰，公司市占率进一步提高。

国际化配套再上台阶，新能源迎来发展高潮

玲珑轮胎与国内外一流主机厂缔结战略合作，共克时艰，休戚与共，构建更加长远、牢固的合作体系，为公司“7+5”战略布局奠定坚实的基础。同时公司也围绕配套中高端产品占比、中高端车型占比、中高端品牌占比三个结构调整改善配套领域的盈利能力，并以此形成品牌突破以及替换拉动。公司凭借产品高性能、高性价比优势在配套市场主胎份额占比持续提升，截至 2022 年上半年，公司在国内配套主胎份额占比已超过 85%。公司已经为全球 60 多家汽车厂 100 多个生产基地提供配套服务，进入全球 10 大车企其中 7 家的配套体系。随着疫情影响减弱，经济复苏加速，2022 年第二季度我国乘用车保有量及销量提升，其中新能源汽车产量及销量增幅明显。9 月 26 日，财政部发文延续新能源汽车免征车辆购置税政策，有望延续新能源汽车销量快速增长态势。

轮胎原材料及海运成本下降，公司盈利能力或迎来修复

2022 年以来，随着新冠疫情影响减弱，经济复苏，海运费回落至约为去年最高位的 40%；轮胎行业最主要原料橡胶价格较年初回落约 12%。随着俄乌局势稳定，原油价格回归理性，与原油相关性较强的轮胎原材料包括合成橡胶，炭黑，促进剂，防老剂等的价格回落至合理区间，公司轮胎产品毛利率有望迎来修复。

2021 年由于疫情影响导致国外港口工人减少，装卸力不足，港口处理能力下降造成港口拥堵、船舶运输时间增加、集装箱无法及时运回，另外，油价趋势性大涨，从成本端大幅抬升海运的涨价压力，轮胎企业订单旺盛但出口受阻。截止目前，海运费已经回落至去年高位的 40%的水平。海运费对公司出口的影响边际减弱，出口有望迎来增长。

新零售助力提升公司品牌知名度

公司与腾讯云和华制智能合作，全面升级玲珑智慧营销平台，搭建全渠道运营体系，全触点接触消费者。依托乘用车“玲珑养车驿站”小程序和商用车“玲珑卡友之家”，满足用户多样化产品、服务需求，道路救援和全国联保服务需求，增加与消费者接触的机会，扩大自身品牌知名度，提升品牌口碑。树立了汽车后市场领域数字化营销新标杆。公司通过零售侧重点改变，半钢替换市场“中高端+L6五新一高”产品的销售占比达到30%以上，全钢替换市场“中高端+L6五新一高”产品的销售占比接近40%；对大修厂、综合维保店、一线轮胎品牌的品牌店实现持续渗透和销量提升，全钢已成功进入“四通一达”等长途干线运输行列。公司持续加强与传化物流、卡友地带等业务互联，并重点开发集团客户，进一步丰富了客户群体结构。

盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为191.4、223.9、262亿元，EPS分别为0.91、1.70、2.94元，当前股价对应PE分别为19.9、10.7、6.2倍，维持“买入”投资评级。

风险提示

贸易摩擦可能导致的关税上升、经济景气度大幅下行、原材料价格大幅上涨、汇率波动、新项目投产不及预期、公司业绩不及预期等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（百万元）	18,579	19,137	22,390	26,196
增长率（%）	1.1%	3.0%	17.0%	17.0%
归母净利润（百万元）	789	1,253	2,336	4,032
增长率（%）	-64.5%	58.9%	86.4%	72.6%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.91	1.70	2.94
ROE（%）	4.8%	7.3%	12.6%	19.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

正文目录

1、 公司是轮胎行业领导者.....	6
1.1、 王氏家族是公司实控人.....	6
1.2、 公司专注于轮胎业务.....	6
1.3、 公司转变生产模式，归母净利润扭亏为盈.....	8
2、 轮胎需求维持向好，原料价格或将回落.....	11
2.1、 落后产能退出，公司在行业内地位提升.....	11
2.2、 原料价格回落，公司盈利能力上升.....	15
2.3、 半钢胎需求向好，公司半钢胎盈利能力提升.....	20
2.4、 中国商用车市场恢复，公司全钢胎需求增长.....	24
2.5、 “双反”政策落地，公司海外布局优势凸显.....	27
2.6、 海运紧张缓解，公司海外市场运输成本下降.....	29
2.7、 “7+5”战略布局，海内外同步发展.....	30
3、 全球化的配套体系建立，零售模式创新带来竞争力.....	32
3.1、 公司构建全球化配套体系，多品牌配套产品逐渐完善.....	32
3.2、 “新零售元年”战略实施，替换市场发展加速.....	34
4、 行业评级及投资策略.....	36
4.1、 投资要点.....	36
4.2、 盈利预测及估值.....	37
5、 风险提示.....	37

图表目录

图表 1： 公司股权结构.....	6
图表 2： 轿车轮胎.....	7
图表 3： 客车轮胎.....	7
图表 4： 卡车轮胎.....	7
图表 5： 农用轮胎.....	7
图表 6： 公司轮胎产销率维持高位.....	8
图表 7： 公司主营业务为轮胎业务.....	8
图表 8： 公司海内外营业收入及收入占比.....	8
图表 9： 公司营业总收入及同比变化.....	9
图表 10： 公司归母净利润及同比变化.....	9
图表 11： 公司毛利润及毛利率.....	10
图表 12： 公司三费合理.....	10
图表 13： 公司研发费用逐年上升.....	10
图表 14： 我国轮胎产量自 2015 年呈下降趋势.....	11
图表 15： 轮胎固定资产完成额.....	12

图表 16: 公司轮胎产量全国占比	12
图表 17: 行业部分重点公司轮胎产量	13
图表 18: 行业部分重点公司产量新增值	13
图表 19: 公司 2021 年产能及未来三年预期	14
图表 20: 公司产能利用率高	14
图表 21: 玲珑轮胎成本构成	15
图表 22: 森麒麟成本构成	15
图表 23: 赛轮轮胎成本构成	15
图表 24: 公司各项成本 (元/条)	16
图表 25: 原材料成本组成	16
图表 26: 六大主产地 2021 年天然橡胶产量	17
图表 27: 天然橡胶价格同比小幅回落	17
图表 28: 顺丁橡胶价格同比小幅回落	17
图表 29: 丁苯橡胶价格同比小幅回落	18
图表 30: 防老剂价格高位	18
图表 31: 促进剂价格高位	18
图表 32: 炭黑价格高位	18
图表 33: 原油价格出现回落	19
图表 34: 铁矿石及线材价格回落	19
图表 35: 2021 年乘用车轮胎需求占比	20
图表 36: 2020 年乘用车轮胎需求占比	20
图表 37: 2020 年及 2021 年乘用车轮胎需求量	20
图表 38: 2021 年较 2020 年乘用车轮胎需求变化	20
图表 39: 全球乘用车轮胎销量	21
图表 40: 2021 年各地区乘用车轮胎替换市场及配套市场需求	21
图表 41: 乘用车轮胎替换市场及配套市场需求	22
图表 42: 中国机动车及新能源汽车保有量	22
图表 43: 汽车产量及新能源汽车产量	23
图表 44: 汽车销量及新能源汽车销量	23
图表 45: 乘用车配套及替换轮胎数	24
图表 46: 2021 年卡车轮胎需求占比	24
图表 47: 2020 年卡车轮胎需求占比	24
图表 48: 2020 年及 2021 年卡车轮胎需求量	25
图表 49: 2021 年较 2020 年卡车轮胎需求变化	25
图表 50: 2021 年各地区卡车轮胎替换市场及配套市场需求	25
图表 51: 卡车轮胎替换市场及配套市场需求	25

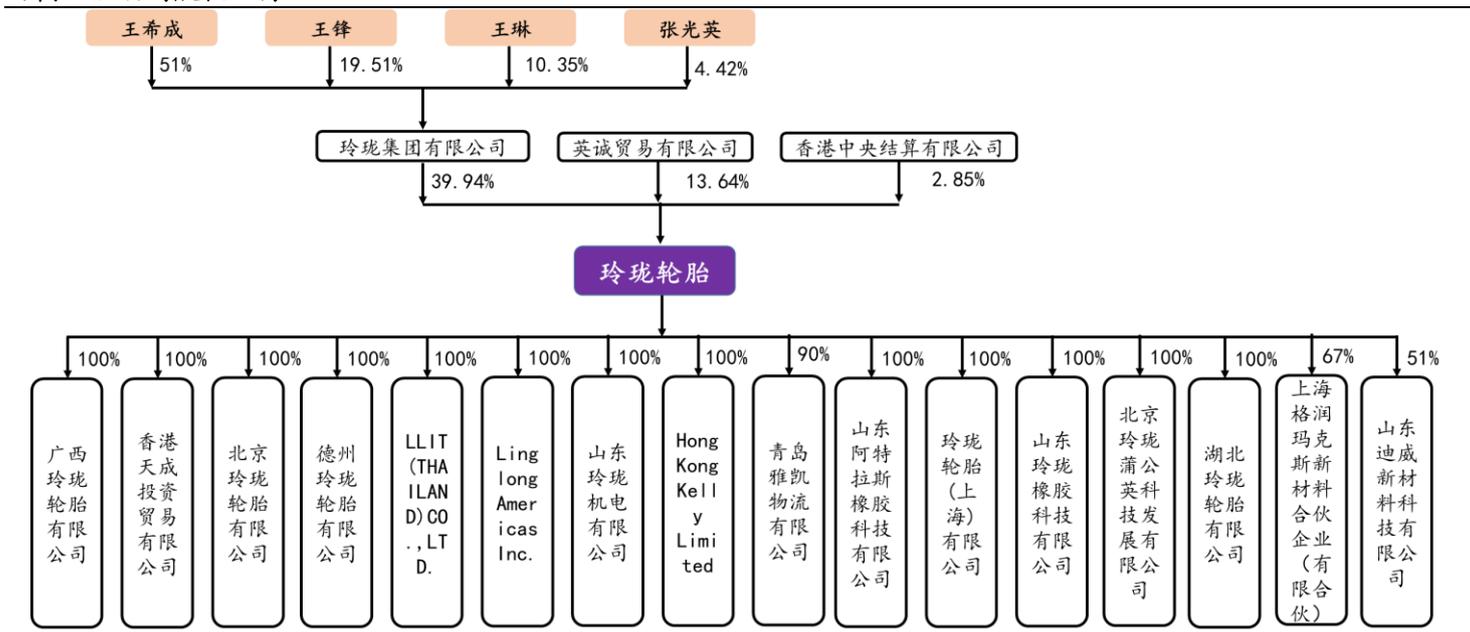
图表 52: 中国商用车销量	26
图表 53: 商用车配套及替换轮胎数	26
图表 54: 中国公路运输量	26
图表 55: 美国从中国进口轮胎量	27
图表 56: 欧美对中国轮胎“双反”调查	28
图表 57: 行业重点公司海外营收占比	28
图表 58: 行业重点公司毛利率	29
图表 59: 公司海外市场及中国大陆市场毛利率	29
图表 60: 海运价格高位回落	30
图表 61: 海运价格高位回落	30
图表 62: 全球集装箱运力	30
图表 63: 集装箱吞吐量有所回升	30
图表 64: 公司历史沿革	31
图表 65: 公司战略布局	31
图表 66: 全球 60 多家汽车品牌选择玲珑轮胎	32
图表 67: 公司产品远销 173 国	33
图表 68: 公司新能源配套品牌	34
图表 69: 公司线下旗舰店	35
图表 70: 公司与腾讯、华制智能联合	35
图表 71: 玲珑养车驿站小程序上线	36
图表 72: 公司盈利预测	37

1、公司是轮胎行业领导者

1.1、王氏家族是公司实控人

公司股权结构稳定，实际控制人为王氏家族。王氏家族成员包括王希成、张光英、王锋、王琳，其中张光英系王希成之妻，王锋、王琳系王希成和张光英之子，王锋系王琳之兄。截至 2022 年一季度，玲珑集团有限公司为公司控股股东，持有股份比例为 39.94%。

图表 1：公司股权结构



资料来源：wind，华鑫证券研究

1.2、公司专注于轮胎业务

公司主营轮胎产品种类众多，规格多样。公司主营业务为汽车轮胎设计、开发、制造和销售，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎等 3000 多个规格品种，广泛应用于乘用车、商用车、工程机械等。

图表 2：轿车轮胎



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 3：客车轮胎



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

图表 4：卡车轮胎



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

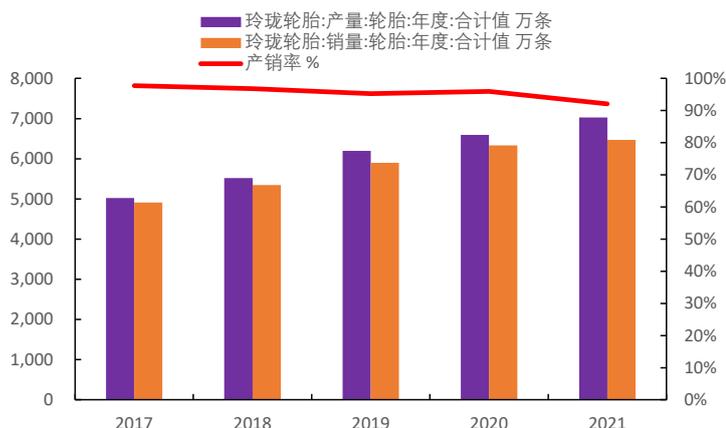
图表 5：农用轮胎



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

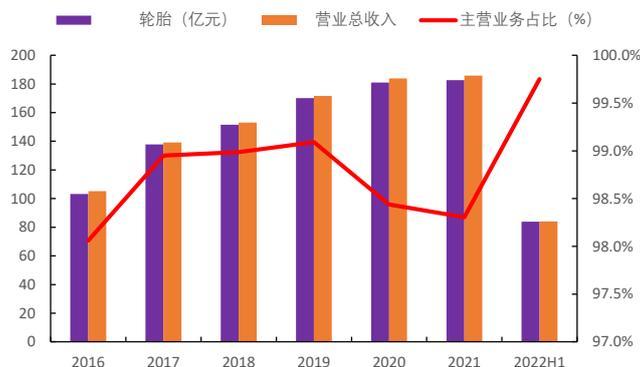
主营业务轮胎占比高，海内外业务同时扩展。轮胎的生产量和销售量逐年增加，从 2017 年的 5025.11 万条和 4910.52 万条，增长至 2021 年的 7026.69 万条和 6470.71 万条，年化增速 8.74% 和 7.14%，公司轮胎产品一直维持较高产销率。公司主营业务为轮胎业务，2022 年上半年营收占比 99.75%。公司海内外产能同时扩张，海外业务占比维持稳定水平。根据公司公告，2022 年上半年公司营业收入 84.03 亿元，其中国内营业收入 57.14 亿元，收入占比 68.17%；海外营业收入 26.68 亿元，占比 31.83%。公司主营业务中半钢胎为主要业务，根据测算，2021 年公司半钢胎营收占比约为 55%。

图表 6：公司轮胎产销率维持高位



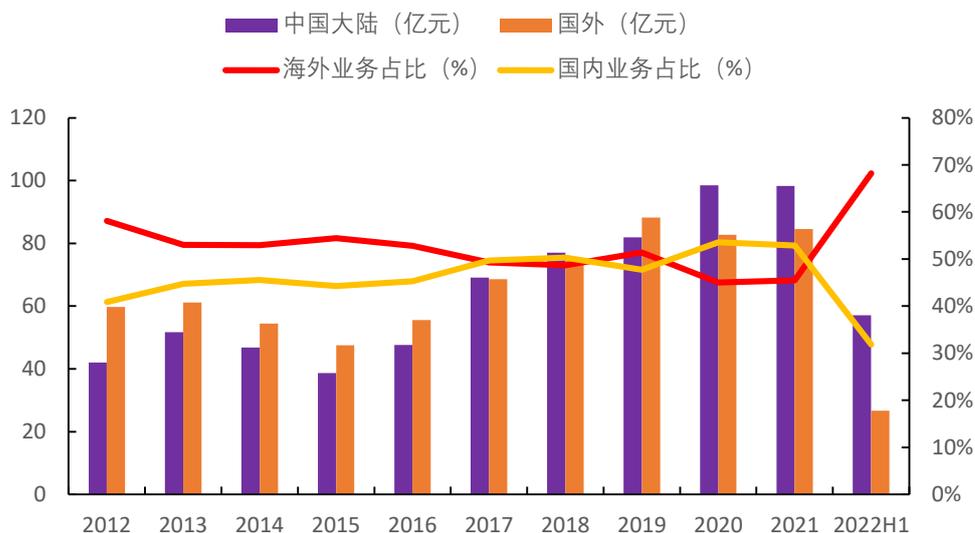
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 7：公司主营业务为轮胎业务



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 8：公司海内外营业收入及收入占比



资料来源：wind，华鑫证券研究

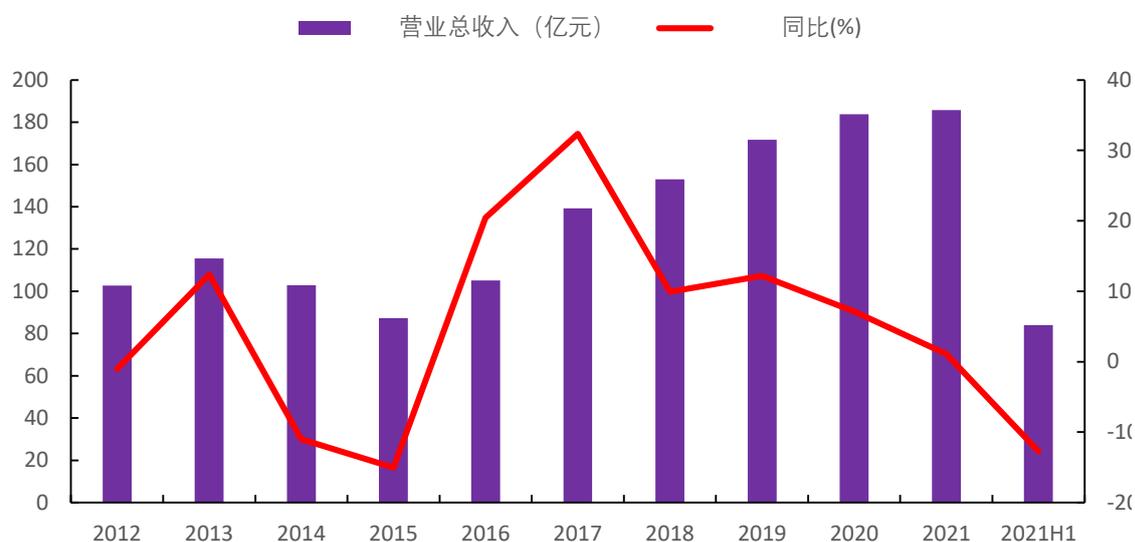
1.3、公司转变生产模式，归母净利润扭亏为盈

公司 2021 年营业收入小增，2022 年上半年扭亏为盈。根据公司公告，2021 年公司营业收入 185.79 亿元，同比增加 1.07%，2021 年归母净利润 78.86 亿元，同比下滑 64.48%，2022 年上半年公司营业收入 84.03 亿元，同比减少 16.29%，2022 年上半年归母净利润 1.11 亿元，同比减少 85.69%。公司 2012-2021 年营业收入年复合增长率 6.84%，归母净利润年复合增长率 3.67%。2021 年受到原材料价格大幅上涨及海运费暴涨影响，2021 年公司盈利状况不够理想，2022 年上半年，随着不利因素逐渐减弱，公司盈利状况逐渐恢复，归母净利润相较第一季度扭亏为盈。

随着公司全球化战略布局的推进，以及产品系列化的丰富，公司的生产模式已经由传

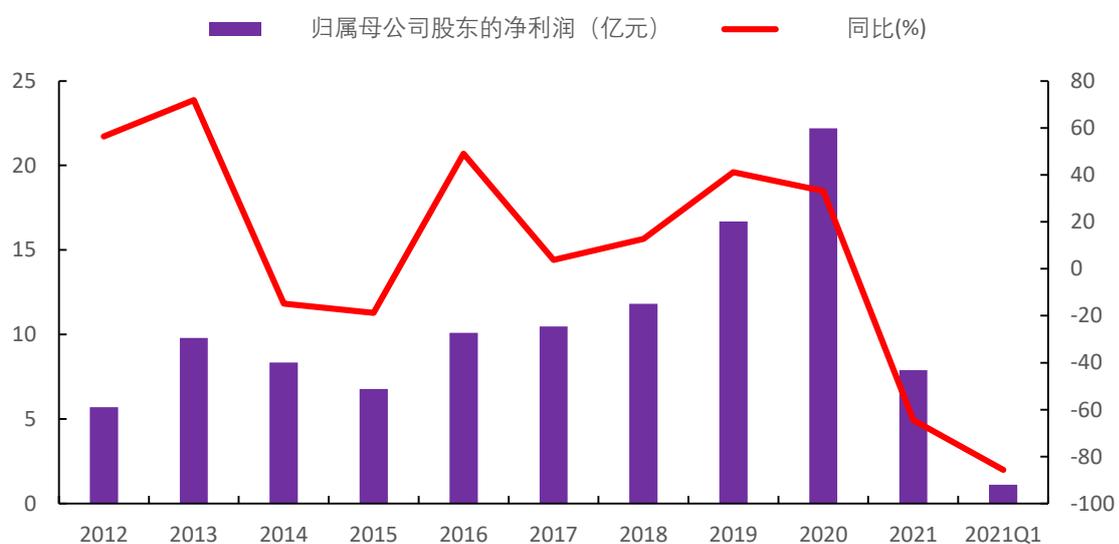
统的“以销定产”逐渐转变为“以价值流为核心的柔性定制化生产模式”，为公司盈利带来好转。

图表 9：公司营业总收入及同比变化



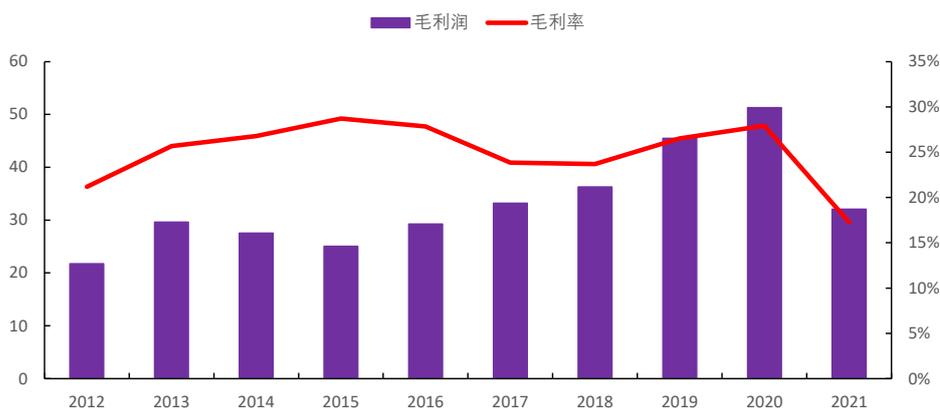
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 10：公司归母净利润及同比变化



资料来源：wind，华鑫证券研究

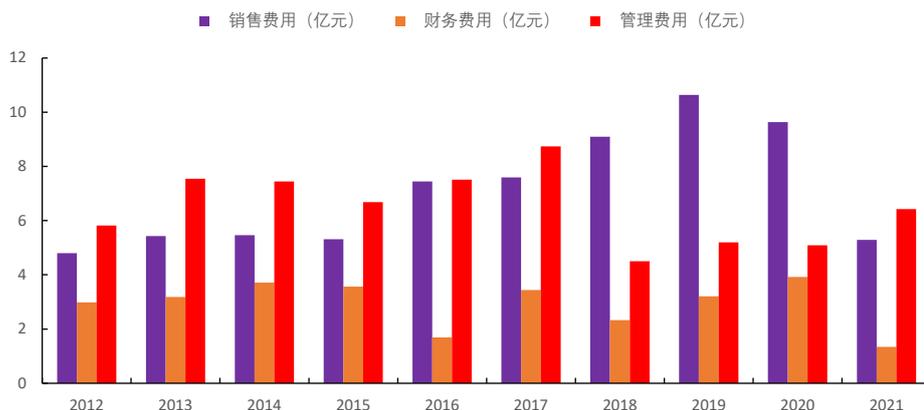
图表 11： 公司毛利润及毛利率



资料来源：wind，华鑫证券研究

公司三费支出合理，研发费用逐年增加。公司管理费用自 2016 年以来维持较低态势，销售费用及财务费用表现合理。公司研发投入为国内轮胎上市公司第一，且研发投入占比领先于世界一流品牌。公司以国家级技术中心、国家级工业设计中心为依托，先后在北京、美国、烟台、上海、德国、济南成立了研究分院，形成了“三国七地”全球化开放式研发创新体系。截至目前研究总院共有工程技术人员 2000 余人。

图表 12： 公司三费合理



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 13： 公司研发费用逐年上升



资料来源：wind，华鑫证券研究

公司在材料和性能研究方面多次做出突破。材料研究方面，过去这十年，玲珑的蒲公英、石墨烯、生物基材料的研究领域，走在轮胎行业的全球的前列。推出第一条蒲公英轮胎、第一条石墨烯轮胎、第一条 3D 打印轮胎、第一条生物基衣康酸酯轮胎等，并组建中国蒲公英橡胶产业技术创新战略联盟，“世界第一条百吨级水基法综合橡胶提取中试线”也于 2021 年在哈尔滨建设完成。参加“新型生物基橡胶材料制备技术及应用示范”、“高性能轮胎用石墨烯/橡胶纳米复合材料的微观结构涉及与性能研究”、“新型功能性复活弹性体制备技术”等多项国家重点研发计划项目。性能研究方面，打造了以研究轮胎性能研究建立的虚拟轮胎技术，结合以大数据为基础 AI 设计预测技术，并与国内清华大学、北京化工大学、吉林大学、山东大学、江苏大学、太原科技大学等院校的车辆、材料、机械、力学等专业方向的合作，在物理学、材料学、力学、数据应用、计算机仿真等基础研究。公司与西班牙 IDIADA 公司合作以国际最高标准投资建设了中国首家、世界一流的综合大型轮胎试验场—中亚轮胎试验场，配置先进的动力学设施、NVH 测试设备，并与全球著名企业合作的世界领先驾驶模拟器投入应用，推动以虚拟现实轮胎设计研究的应用，提高产品性能和研发效率。

2、轮胎需求维持向好，原料价格或将回落

2.1、落后产能退出，公司在行业内地位提升

轮胎行业准入条件公布，落后产能逐步淘汰。轮胎产业属于高耗能、高排放产业，生产过程对环境有较大影响。2014 年 9 月，中华人民共和国工业和信息化部正式发布了《轮胎行业准入条件》，要求轮胎生产企业能耗应满足《轮胎单位产品能源消耗限额》GB29449 要求，在此影响下，轮胎行业部分低端产能被迫关停。自 2016 年开始，我国轮胎产能逐年下降，落后产能逐步淘汰。

图表 14：我国轮胎产量自 2015 年呈下降趋势



资料来源：wind，华鑫证券研究

“双碳政策”推动，产业整合加速。我国按照《巴黎协定》规定，在 2020 年 9 月提出，实现 2030 年前碳达峰、2060 年前碳中和的“双碳”目标。实现碳达峰、碳中和，需要对现行社会经济体系进行一场广泛而深刻的系统性变革。为了实现这一目标，轮胎行业将迎来

进一步整理。2021 年 4 月，山东省印发《全省落实“三个坚决”行动方案（2021—2022 年）》的通知，要求 2022 年，年产 120 万条以下的全钢子午胎（工程轮胎、航空轮胎、宽断面无内胎除外）、年产 500 万条以下的半钢子午胎（补气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业将被全部整合退出。根据文件要求，本轮清退产能分别占全国现有半钢胎产能的 3.96%、全钢胎产能的 3.03%。山东省为我国轮胎生产大省，全钢及半钢产能分别占全国的 52.11%和 50.80%，由于本次清退落后产能影响较大，速度较快，可进一步释放市场空间，有利于公司进一步提高市场占有率。

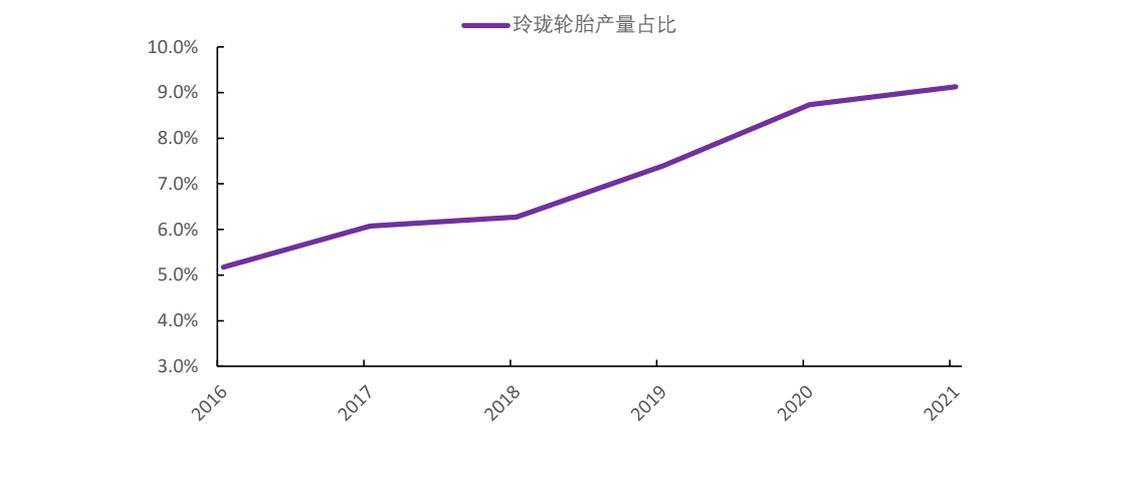
图表 15：轮胎固定资产投资完成额



资料来源：wind，华鑫证券研究

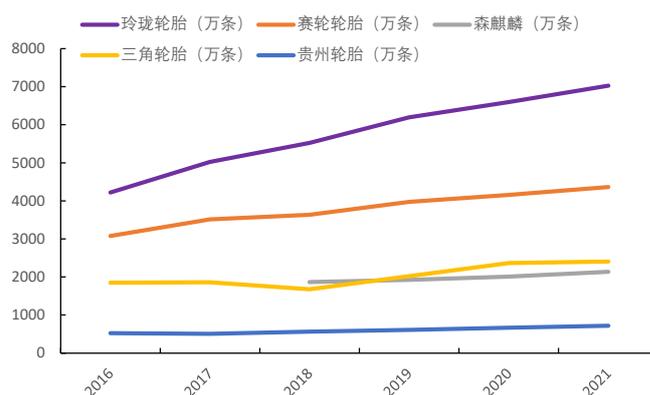
公司产量占比提升，行业地位提高。2021 年全国轮胎产量 7.7 亿条，公司轮胎产量 7026.69 万条，占比 9.13%。公司轮胎产量占比逐年提高，行业地位逐步提升。与行业其他公司相比，玲珑轮胎每年产量增量最大。根据中国橡胶工业协会轮胎分会数据，2022 年上半年公司乘用车及轻卡子午线轮胎产量为全国轮胎企业第一。

图表 16：公司轮胎产量全国占比



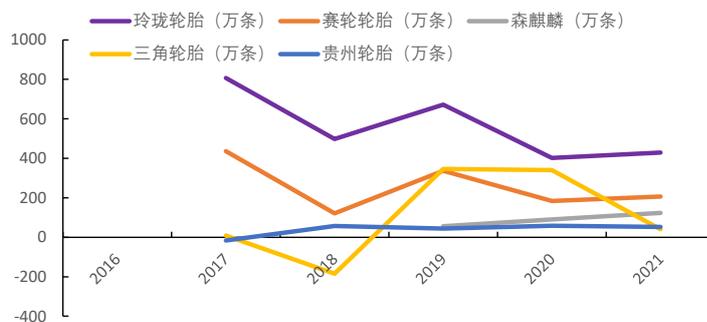
资料来源：wind，公司公告，华鑫证券研究

图表 17: 行业部分重点公司轮胎产量



资料来源: wind, 公司年报, 华鑫证券研究

图表 18: 行业部分重点公司产量新增值



资料来源: wind, 公司年报, 华鑫证券研究

预计 2022 年公司产量占比有望进一步提升。考虑到环保政策下落后产能逐步退出, 而且公司每年新增产能一直在行业内领先, 预计公司产量在行业内占比有望进一步提升。

图表 19：公司 2021 年产能及未来三年预期

		公司产能及预期 (万套/年)			
		2021	2022E	2023E	2024E
招远	半钢	3000	3000	3000	3000
	全钢	510	510	510	510
	斜交	100	100	100	100
德州	半钢	1000	1000	1000	1000
	全钢	220	220	220	220
泰国	半钢	1500	1500	1500	1500
	全钢	220	220	220	220
广西	半钢	1000	1000	1000	1000
	全钢	140	140	140	140
	特胎	5	5	5	5
湖北	半钢	400	800	1200	1200
	全钢	120	120	240	240
	工程胎			6	6
吉林	半钢		600	600	600
	全钢	120	160	160	160
塞尔维亚	半钢		350	700	700
	全钢		80	160	160
合肥	半钢				1200
合计		8335	9805	10761	11961

资料来源：wind，公司公告，华鑫证券研究

公司产能规模新增计划稳步推进，产能利用率高。公司 2021 年产能持续扩张，增速 15.1%，预计 2022/2023/2024 年总产能达到 9805/10761/11961 万套/年，预计增速 17.6%/9.8%/11.2%。

图表 20：公司产能利用率高

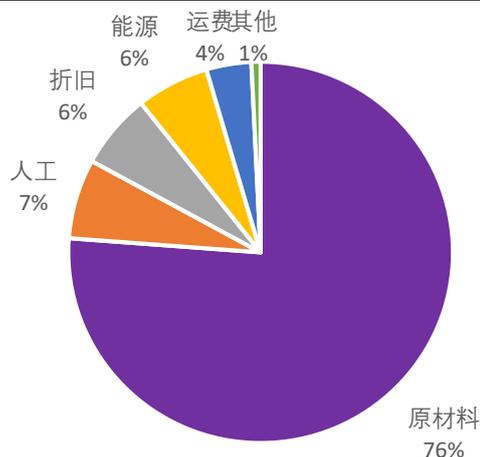
主要厂区或项目	设计产能 (万套)	达产产能 (万套)	产能利用率 (%)	在建产能预计完工时间
招远乘用及轻卡	3000	3000	92	
招远卡客车	585	585	86	
招远非公路	25	25	54	
德州乘用及轻卡	1000	700	93	
德州卡客车	200	220	104	
泰国乘用及轻卡	1500	1500	77	
泰国卡客车	180	220	92	
广西非公路	6	6	97	
广西乘用及轻卡	1000	1000	88	
广西卡客车	200	200	50	
湖北乘用及轻卡	1200	600	64	二期项目于2021年四季度开始逐渐投产
湖北卡客车	240	150	76	二期项目于2021年四季度开始逐渐投产
吉林乘用及轻卡	1200			正在建设中
吉林卡客车	200			项目于2021年12月开始逐渐投产
塞尔维亚乘用及轻卡	1200			正在建设中
塞尔维亚卡客车	160			正在设备调试中
合计	11896	8206	86	

资料来源：wind，公司公告，华鑫证券研究

2.2、原料价格回落，公司盈利能力上升

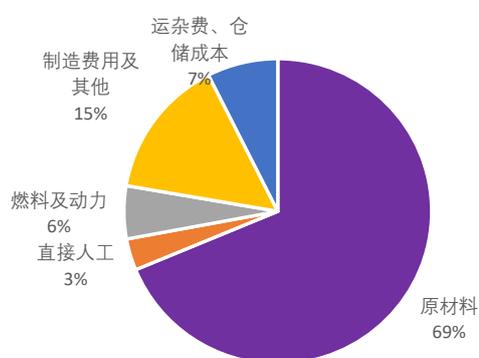
公司成本构成合理。2021 年公司成本构成方面，原材料和人工成本合计占 82.94%，与行业内其他公司相比，低于赛轮轮胎的 87%高于森麒麟的 72%，但折旧和其它杂费合计仅为 7.14%，处于较低水平。

图表 21：玲珑轮胎成本构成



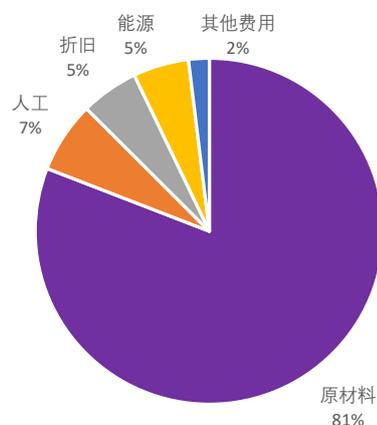
资料来源：wind，公司公告，华鑫证券研究

图表 22：森麒麟成本构成



资料来源：wind，公司公告，华鑫证券研究

图表 23：赛轮轮胎成本构成



资料来源：wind，公司公告，华鑫证券研究

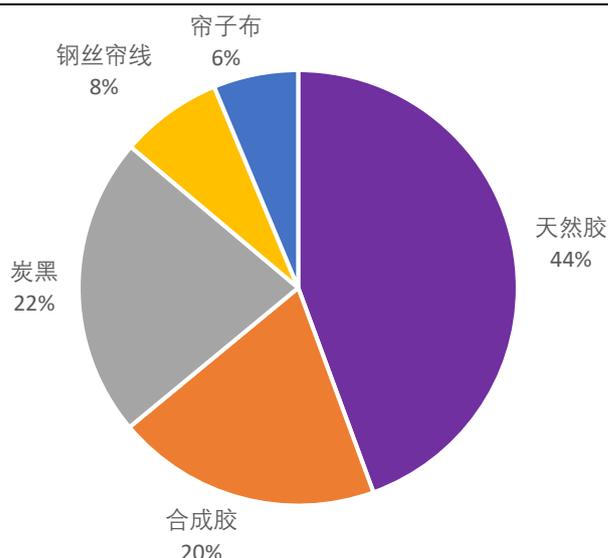
公司各项成本随产量增加而增加，各项平均成本变化不大。2021 年运费成本较 2020 年有较大增加。

图表 24： 公司各项成本（元/条）

	2017	2018	2019	2020	2021
原材料	169.39	164.73	157.18	152.47	164.64
人工	12.02	14.02	14.05	14.82	14.61
折旧	15.80	14.20	14.35	14.66	13.78
能源	13.36	14.61	14.03	13.79	13.25
运费				6.94	8.17
其他	6.56	2.71	1.75	1.60	1.67

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 25： 原材料成本组成

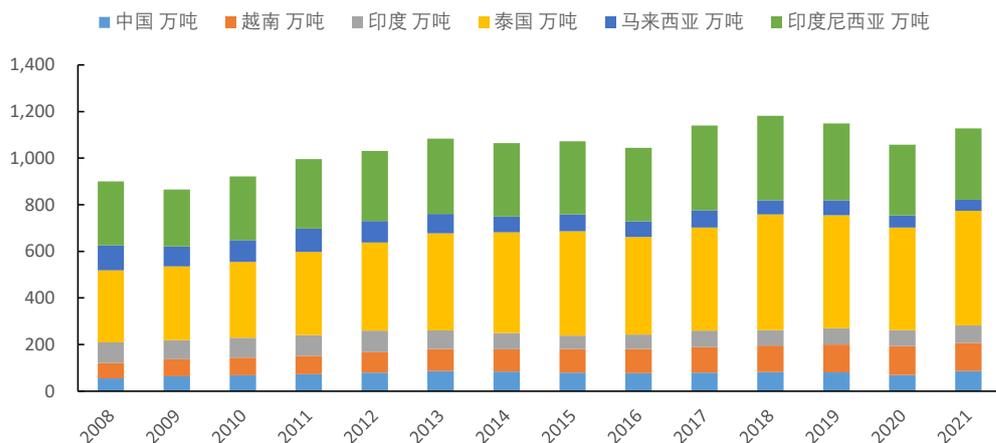


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

2022 年上半年总体成本下降。2022 年上半年，上游原材料除天然橡胶有所回落外其余均处于高位运行，合成橡胶、炭黑、橡胶助剂、钢帘线持续走高，公司上半年原材料采购价格同比上涨。除了承受原材料带来的高昂成本之外，物流运输及能源成本也在上升。但自 7 月起随着国际油价形势的松动，原材料价格开始回落，企业利润将有所回升。

橡胶作为轮胎成本的主要影响因素，对轮胎产品的利润有较大影响。橡胶在轮胎成本中占比达到 60%以上，包括天然橡胶和合成橡胶，橡胶价格自 2012 年从最高值回落开始，使得轮胎成本有所降低。2020 年，由于天然橡胶主产地的东南亚成为新冠疫情重灾区，天然橡胶产量下降，加上乳胶手套等医疗用品需求上升，天然橡胶价格有所上涨。在随后的 2021 年，随着疫情影响减弱，天然橡胶产量有所好转，价格也随之小幅回落。

图 26: 六大主产地 2021 年天然橡胶产量



资料来源: wind, 中国橡胶信息贸易网, 华鑫证券研究

国际橡胶组织 IRSG 在《世界橡胶产业展望》中预测 2022 年橡胶供给增速约 3.5%，需求增加 4.7%，考虑到疫情影响减弱后东南亚主产区人工成本下降，预计在未来橡胶价格会小幅下降。

合成橡胶价格预计维持较高位。受到原油价格持续高位震荡的影响，合成橡胶的原料丁二烯价格自 2022 年初持续上涨，带动合成橡胶价格上涨。由于合成橡胶与天然橡胶存在替代关系，故其价格具有联动性，受到天然橡胶价格可能回落的趋势影响，预计未来合成橡胶价格会维持稳定。

炭黑价格高位。2021 年下半年，动力煤及主焦煤价格大幅上涨，受此影响，炭黑原料煤焦油及蒽油价格随之大幅上涨，带动炭黑价格达到高位。对轮胎行业成本产生较大压力。2022 年随着停产煤矿逐步复产，疫情影响减弱使得主流地区煤炭运输顺畅，加之主产地山西省强调要依法依规释放产能，增加煤炭产量，动力煤和主焦煤价格较去年有所回落。考虑到原料价格出现回落趋势，预计后期炭黑价格会呈现下降趋势，对轮胎成本压力减小。

橡胶助剂价格高位。2022 年，促进剂、防老剂价格较 2021 年上涨，考虑到橡胶行业需求不减，预计橡胶助剂价格会维持较高位。

图 27: 天然橡胶价格同比小幅回落

图 28: 顺丁橡胶价格同比小幅回落



资料来源: wind, 华鑫证券研究

资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 29：丁苯橡胶价格同比小幅回落



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 30：防老剂价格高位



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表 31：促进剂价格高位



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

图表 32：炭黑价格高位



资料来源：百川盈孚，华鑫证券研究

2022 年原油价格维持高位震荡态势，近期出现回落。2021 年原油价格持续上涨，价格接近 2018 最高价格，2022 年初由于俄乌战争影响，俄罗斯原油出口受到巨大影响，加之美联储加息影响，2022 年 5 月末原油价格相较年初增长约 50%，对下游炭黑、合成橡胶等成本带来压力，并逐步传导至轮胎行业。随着俄乌战争进入僵持阶段，国际原油市场趋于稳定，原油价格逐步出现回落，预计未来会保持稳定，对轮胎企业的压力较 2022 年上半年有所下降。

图表 33: 原油价格出现回落



资料来源: wind, 华鑫证券研究

钢丝及线材价格较去年有所回落。由于钢铁行业为高耗能行业，为响应国家“双碳”政策的要求，粗钢产量同比下降，对铁矿石的需求量减少。2021 年初开始，铁矿石价格稳步回落，下游钢丝帘线及线材价格也有所回落，对轮胎企业成本产生利好影响。随疫情好转，房地产行业 and 基础设施建设对钢材需求可能增加，预计 2022 年钢材价格会维持稳定。

图表 34: 铁矿石及线材价格回落

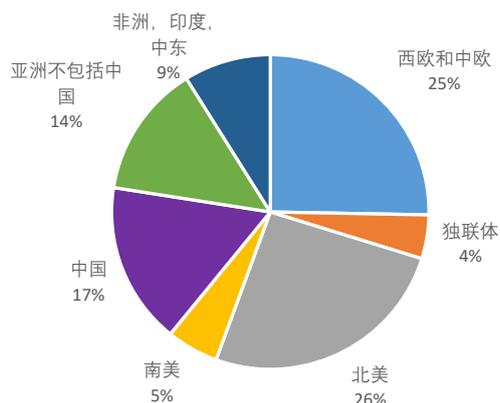


资料来源: wind, 华鑫证券研究

2.3、半钢胎需求向好，公司半钢胎盈利能力提升

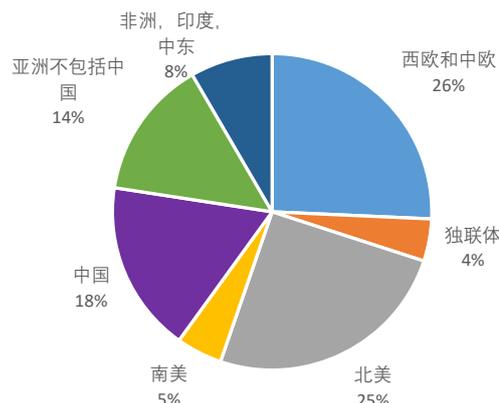
乘用车轮胎需求占据主流，中国市场需求较大。跟据米其林年报，2021 年全球乘用车轮胎消费 15.1 亿条，为全球轮胎消费的主要类型，占比约 87%，其中中国市场乘用车占比较大，达到 16.62%。

图表 35：2021 年乘用车轮胎需求占比



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

图表 36：2020 年乘用车轮胎需求占比



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

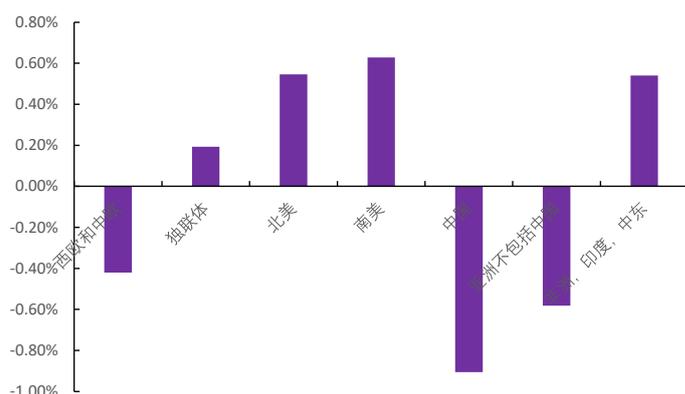
相较 2020 年，中国及世界乘用车轮胎需求量均有所增长，其中北美市场需求增加最大，中国市场占比略有缩减，受疫情后经济复苏影响，海外市场恢复增快。

图表 37：2020 年及 2021 年乘用车轮胎需求量



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

图表 38：2021 年较 2020 年乘用车轮胎需求变化



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

全球半钢胎市场逐渐复苏。跟据米其林年报，全球乘用车轮胎市场方面，销量从 2015 年 15.0 亿条稳步上升到 2018 年 15.9 亿条，销量增加约 9000 万条，2015 年至 2018 年 CAGR=2.1%；2019 年销量为 15.6 亿条，相较于 2018 年销量下降了约 3000 万条，同比下降 1.7%；2020 年受疫情影响，年销量下降至 13.9 亿条，同比下降 11%；2021 年销量恢复到

15.1 亿条。

图表 39：全球乘用车轮胎销量

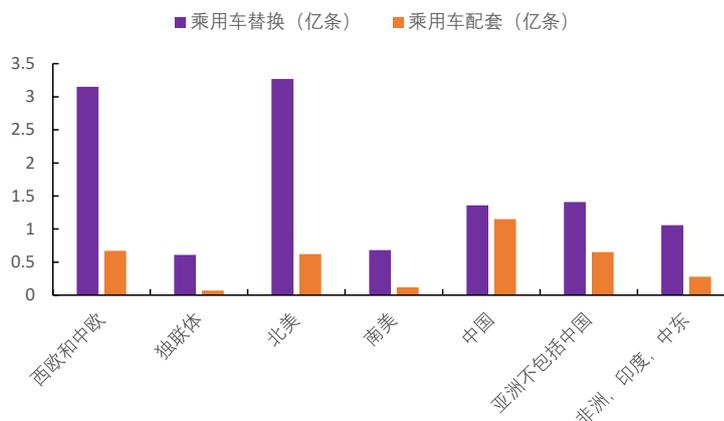


资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

中国替换市场为主要市场，且仍有较大空间。2021 年全球乘用车配套市场和替换市场需求分别为 3.56 亿条和 11.54 亿条，分别占比 23.6%、76.4%。中国 2021 年乘用车轮胎需求 2.51 亿条，同比增长 2.87%，其中配套需求 1.15 亿条，替换需求 1.36 亿条，替换市场占比 54.2%，为主要市场，配套市场及替换市场需求均比上年有所增长。2021 年我国替换市场，轮胎替换与配套比例为 1.2:1，远低于东欧地区的 4.7:1，也低于世界平均水平的 3.2:1，存在较大的市场空间。

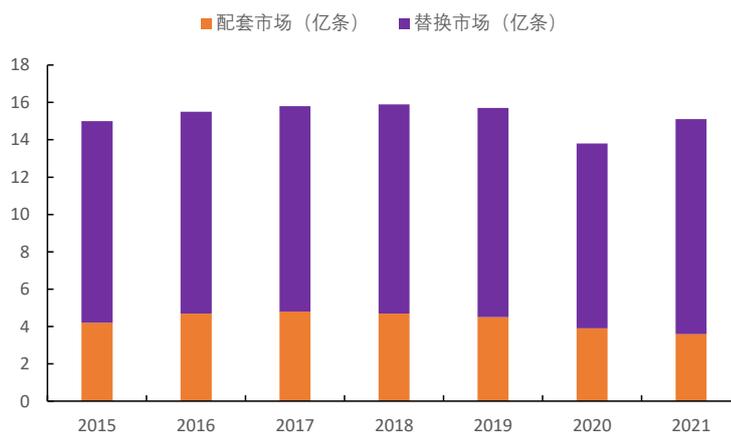
公司产品质量好，进一步占据配套市场。公司凭借产品高性能、高性价比优势在激烈的市场竞争中另辟蹊径，实现了配套市场上半年主胎份额占比的提升，截至 2022 年上半年，国内配套主胎份额占比已超过 85%，其中配套 17 寸以上产品占比，同比提升 7.68%，环比 21 年下半年提升 5.16%，推动公司盈利能力提升。

图表 40：2021 年各地区乘用车轮胎替换市场及配套市场需求



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

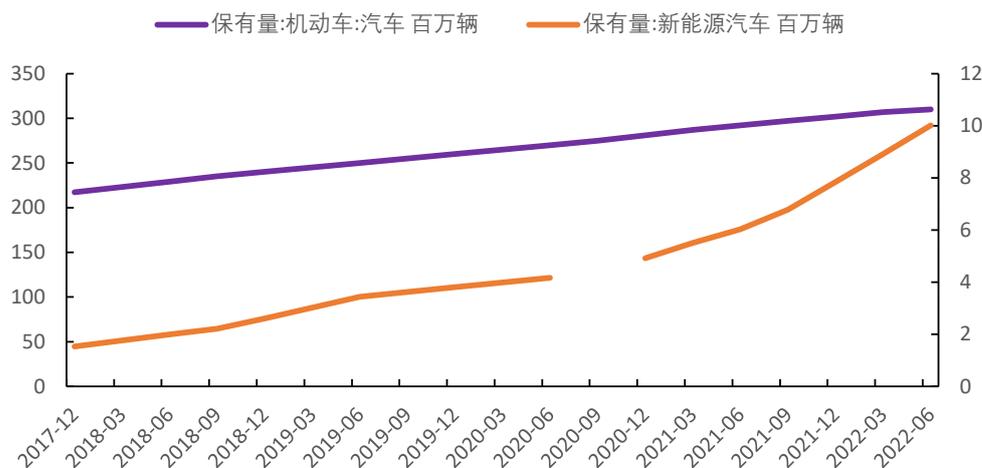
图表 41：乘用车轮胎替换市场及配套市场需求



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

我国机动车及新能源汽车保有量持续上升，带动乘用车轮胎需求上升。2021 年中国乘用车轮胎需求维持增长，汽车保有量稳步上升，2022 年 3 月达到 3.2 亿辆，其中新能源汽车 1000 万辆。机动车保有量的增加推动轮胎的需求提升。

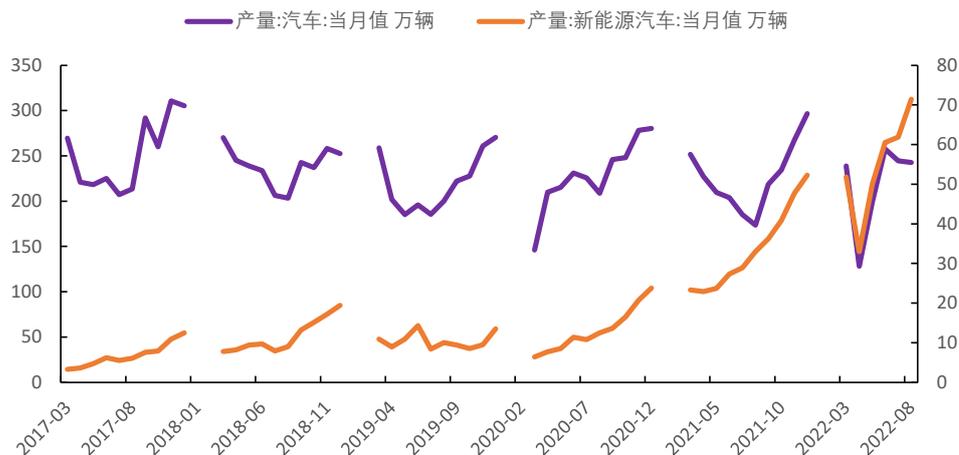
图表 42：中国机动车及新能源汽车保有量



资料来源：wind，公安部，华鑫证券研究

汽车产量小幅回升，轮胎需求看好。随着芯片缺乏问题得到一定缓解，中国汽车 2022 年 8 月产量 242.6 万辆，当月同比增长 39.0%，新能源汽车产量 71.4 万辆，当月同比增长 117.0%，8 月汽车产量增加明显。随着疫情影响有所缓解，汽车产量在 2022 年下半年预计还会有所增长。新能源汽车产量逐年增加，前景广阔。

图表 43: 汽车产量及新能源汽车产量

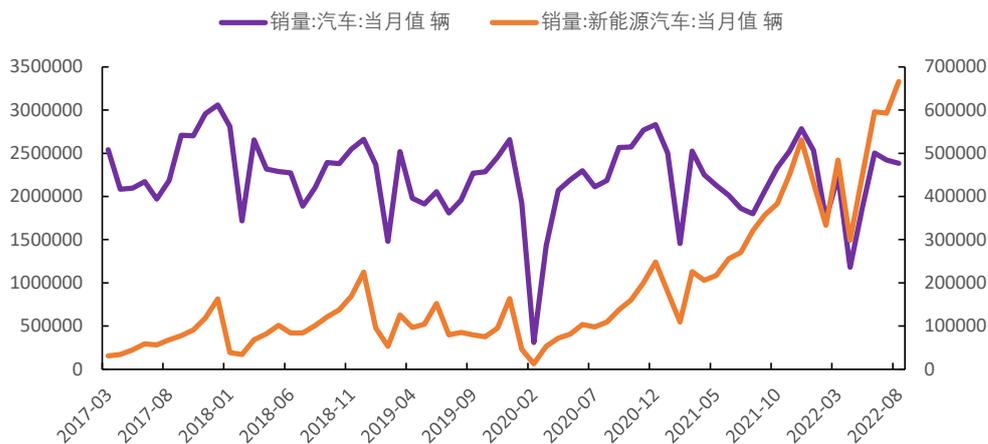


资料来源: wind, 国家统计局, 华鑫证券研究

汽车销量存在季节性波动, 总体较上年同期下滑。2021 年受到国五国六排放标准转变的影响, 为了赶在政策限制之前上牌, 2020 年提前透支较多汽车销量。同时受到新冠疫情反复的影响, 汽车销量较上年同期出现小幅下滑。2022 年 8 月汽车销量达 238.3 万辆, 当月同比增加 32.06%, 较去年年底略有下滑。随着国六标准转换完成以及疫情状况好转, 预计 2022 年汽车销量会出现反弹。

免征购置税政策延长, 新能源汽车销量增加。9 月 26 日, 财政部官网发布消息称, 为支持新能源汽车产业发展, 促进汽车消费, 财政部、税务总局、工信部联合就延续新能源汽车免征车辆购置税政策发布公告, 对购置日期在 2023 年 1 月 1 日-12 月 31 日期间的的新能源汽车, 免征车辆购置税。受到这一利好消息影响, 新能源汽车在未来销量有望维持快速增长态势。

图表 44: 汽车销量及新能源汽车销量



资料来源: wind, 中国汽车工业协会, 华鑫证券研究

新能源汽车销量增速快, 公司半钢胎下游需求大。据中国汽车工业协会数据, 2022 年上半年, 新能源汽车产销分别完成 266.1 万辆和 260 万辆, 同比均增长 1.2 倍, 市场占有率达到 21.6%。其中, 新能源乘用车销量占乘用车总销量比重达到 24.0%, 中国品牌乘用车

中新能源汽车占比已达到 39.8%。公司是国内最大的新能源汽车配套轮胎生产企业，随着新能源汽车保有量以及渗透率的提高也将对新能源汽车轮胎替换市场形成拉动作用。

预计中国 2022 年半钢胎需求增速 3% 以上。乘用车产量方面，根据乘联会的汽车销售数据，2017 年以来至 2021 年中国乘用车产销量处于较低位置，2021 年，乘用车销量 2107 万辆，同比增长 6.6%。考虑到 2020 年受疫情影响基数较小，造成 2021 较大增速；考虑新能源汽车产销量逐年增长，总体预计乘用车产量增加约 3%。根据乘联会汽车保有量数据，考虑到轮胎使用寿命及车主消费观念变化，近两年中国汽车市场轮胎替换率达到 1.3-1.5，综合来看，预计 2022 年半钢胎需求数约为 4.03-4.65 亿条。

图表 45：乘用车配套及替换轮胎数

轮胎类别	车辆类别	配套数量	替换数量（条/年）
乘用车胎	轿车	5	1.3-1.5

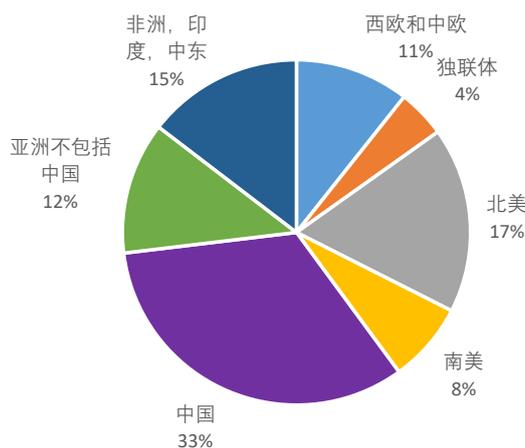
资料来源：轮胎世界网，轮胎商务网，华鑫证券研究

公司主营业务收入中半钢胎占比最大，半钢胎需求扩大将对公司盈利能力带来提升。

2.4、中国商用车市场恢复，公司全钢胎需求增长

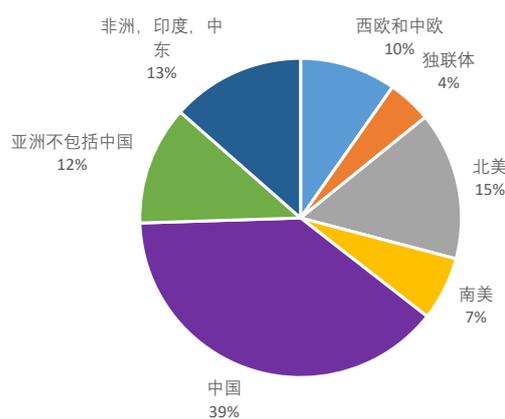
中国市场卡车轮胎需求占比在全球范围内较大。跟据米其林年报，2021 年全球卡车轮胎消费 2.16 亿条。中国市场需求全球占比 33.10%，2020 年中国市场卡车轮胎需求占比最大，为 39%。

图表 46：2021 年卡车轮胎需求占比



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

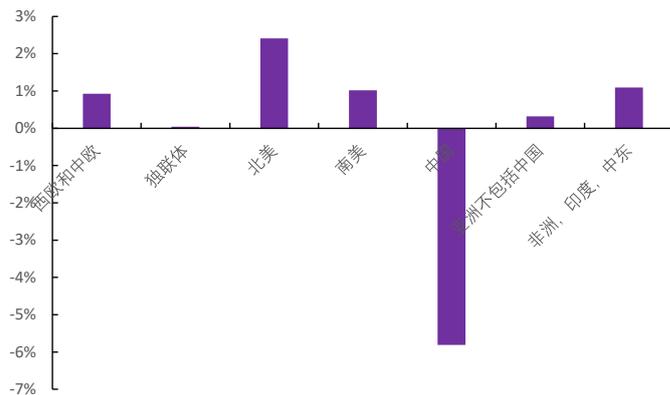
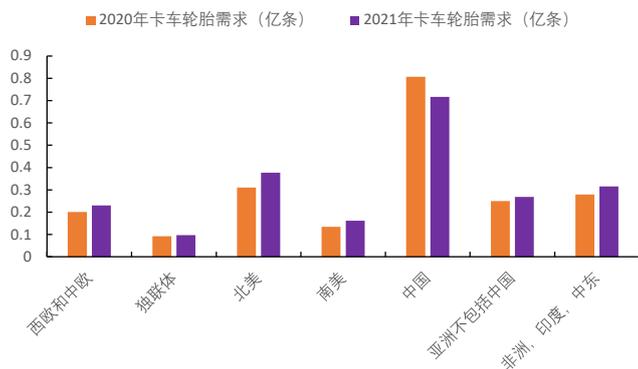
图表 47：2020 年卡车轮胎需求占比



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

图表 48： 2020 年及 2021 年卡车轮胎需求量

图表 49： 2021 年较 2020 年卡车轮胎需求变化

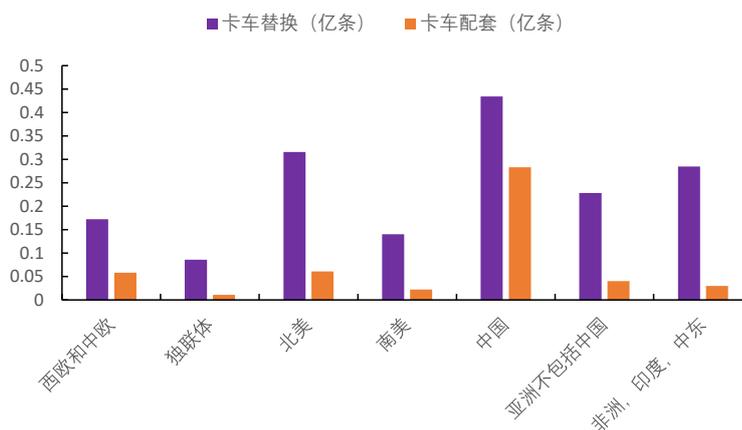


资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

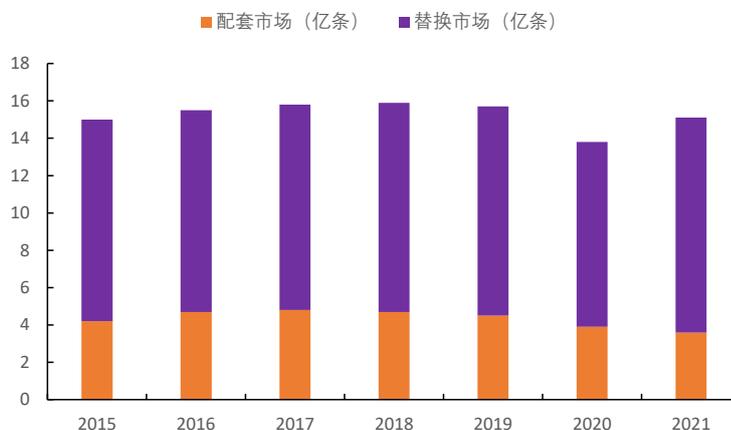
卡车轮胎替换市场为我国主要市场。2021 年中国卡车轮胎替换市场需求大于配套市场需求，且相较于欧美等发达国家，中国替换比配套值较低，存在较大的市场空间。

图表 50： 2021 年各地区卡车轮胎替换市场及配套市场需求



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

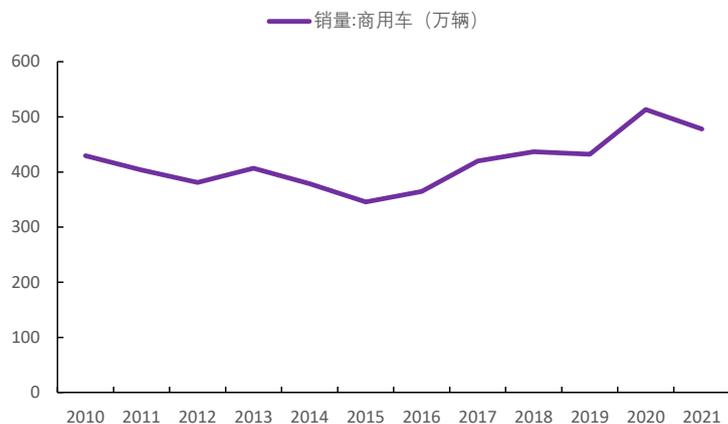
图表 51： 卡车轮胎替换市场及配套市场需求



资料来源：米其林年报，华鑫证券研究

2021 年卡车轮胎需求下降，预计后期将有所增长。中国 2015-2020 年商用车销量维持上升态势，由于国五国六标准切换，2020 年部分销量提前透支，造成 2021 年销量小幅回落，但仍高于 2019 年。预计后期对于配套轮胎需求会维持小幅增长。受到疫情反复影响，中国公路运输业出现波动，2021 年全钢胎替换需求量出现下降。考虑到 2022 年国内疫情好转趋势明显，经济复苏迅速，公路运输业有望继续回升，对全钢胎的替换需求也会有所增长。

图表 52: 中国商用车销量



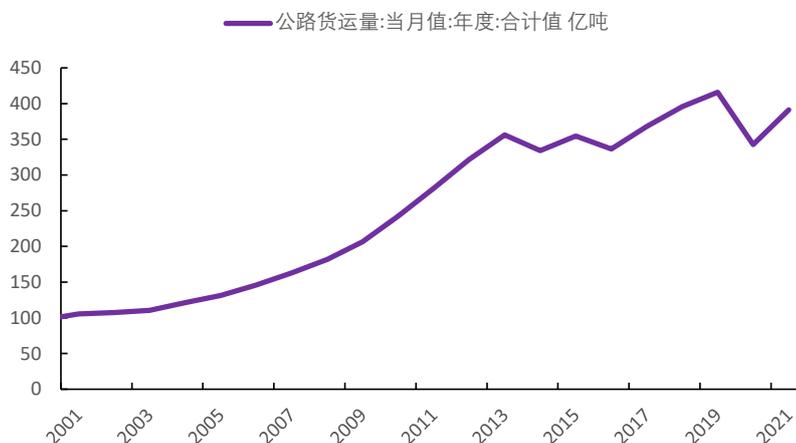
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 53: 商用车配套及替换轮胎数

轮胎类别	车辆类别	配套数量	替换数量 (条/年)
乘用车胎	轿车	5	1.3-1.5
商用车胎	轻型载重卡车	11	15
	中型载重卡车	16-22	10-20
	重型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	转载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源: 观研报告网, 华鑫证券研究

图表 54: 中国公路运输量



资料来源: wind, 国家统计局, 华鑫证券研究

公司主营业务收入中半钢胎收入占比 40%左右，半钢胎需求的扩大有利于公司盈利能力提高。

2.5、“双反”政策落地，公司海外布局优势凸显

美国和欧洲对我国轮胎企业实施“双反”调查。近年来，我国轮胎企业多次遭到美国和欧洲多个重要出口地的反倾销、反补贴调查，也就是“双反”调查，对国内生产企业造成了较大影响。美国从中国轮胎进口量从 2014 年以来明显下降。

图表 55：美国从中国进口轮胎量



资料来源：wind，华鑫证券研究

欧美对中国轮胎企业进行过多轮“双反”调查，加征大量关税。2021 年 5 月美国商务部公布针对韩国，中国台湾，泰国和越南的乘用车轮胎的“双反最终决定”，决定对来自四个地区的乘用车轮胎征收高额进口关税。其中对公司在泰国产品加征 21.09%高额关税，对企业海外基地产品的收益产生影响，但东南亚地区生产的轮胎仍具有成本优势，公司通过进一步全球化布局，可以减轻关税影响。

塞尔维亚建成投产，海外业务进一步扩大。公司海外塞尔维亚生产基地 6 月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线，产能为半钢胎 1200 万条/年，全钢胎 160 万条/年。为公司产品配套欧洲市场迈出战略性的一步。

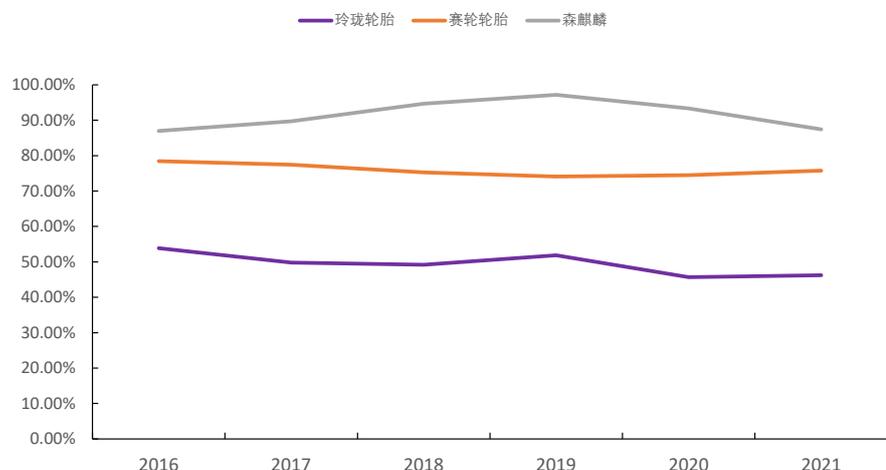
图表 56: 欧美对中国轮胎“双反”调查

国家	“双反”调查名称	针对轮胎类型	开始时间	终裁时间	结果及税率状况
美国	中美轮胎特保案(特殊保障措施)	乘用车和轻型卡车轮胎	-	2009.9	3年内对中国输美乘用车与轻型卡车轮胎连续三年分别加征55%、45%和35%的从价特别关税, 于2012年9月26日到期
	美国对华乘用车和轻型卡车轮胎“双反调查”	乘用车和轻型卡车轮胎	2014.7	2015.8	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴, 合并税率为30.61%-107.68%
			-	2018.3	行政复议终裁, 双反继续施行, 合并税率为22.18%-107.68%
	美国对华卡客车轮胎“双反调查”	卡客车轮胎	2016.2	2017.2	中国轮胎行业以3:2的投票结果取得第一场胜诉。意味着此前美国商务部于美国时间2017年1月24日发布的美对华卡客车轮胎反倾销和反补贴案的终裁结果(9%和22.57%的反倾销税率和38.61%~65.46%的反补贴税率)无效
	美国对华卡客车轮胎“双反调查”重启		2018.11	2019.2	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴, 全国统一合并税率为42.31%
	美国对中国非公路用轮胎“双反”调查	非公路轮胎	2007.6	2008.8	反倾销税率为0~210.48%, 反补贴税率为2.45%~14%
-			2017.4	对中国非公路用轮胎第7次复审终裁结果, 裁定反倾销税率在33.08%~105.31%之间	
	贸易摩擦加征关税	覆盖主要轮胎品种	-	2018.9	2018.9.24起原关税基础上加征10%, 2019.5.10起加征25%, 2019.10.1起加征30%
欧盟	欧盟对华卡客车轮胎反倾销调查	卡客车轮胎	2017.8	2018.11	此后5年中国轮胎企业出口至欧盟的每条卡客车轮胎需要缴42.73-61.76欧元(333.7-482.3元人民币)的固定税
美国	美国对泰国、越南、韩国、台湾四地的乘用车轮胎“反倾销”调查	乘用车和轻型卡车轮胎	2020.5	2021.5	反倾销税率 韩国: 1) 韩泰: 27.05%; 2) 耐克森: 14.72%; 3) 其他: 27.74% 台湾: 1) 正新: 20.04%; 2) 南港轮胎: 101.84%; 3) 其他: 84.75% 泰国: 1) 玲珑: 21.09%; 2) 住友: 14.62%; 3) 其他: 17.08% 越南: 赛轮、建大、普利司通、锦湖、优科豪马均为0.00%, 其他企业22.30% 越南反补贴: 锦湖: 7.89%; 赛轮: 6.23%; 其他企业: 6.46%

资料来源: 中国商务部, 中国贸易救济信息网, 美国商务部, 国际贸易署, 华鑫证券研究

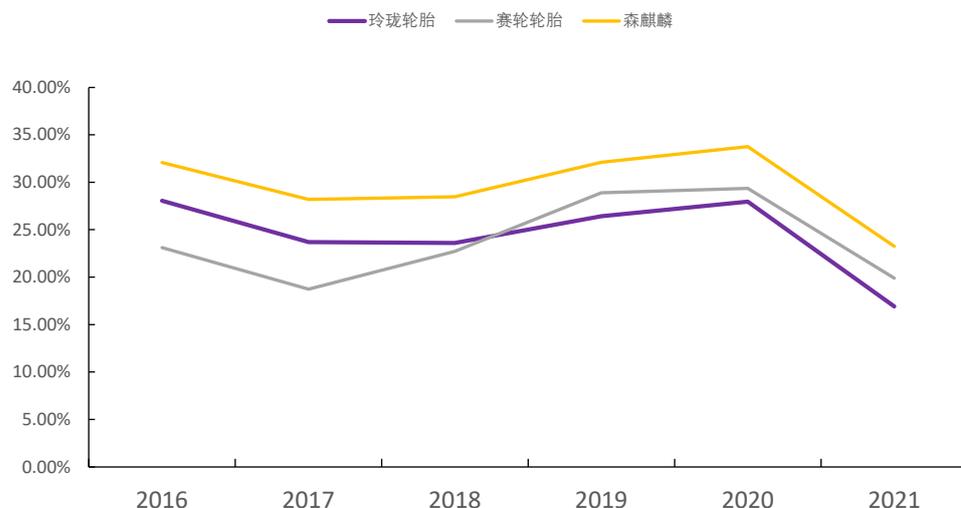
企业发展重点不同, 玲珑轮胎海内外同时发展。2021年, 玲珑轮胎、赛轮轮胎、森麒麟的海外营收占比分别为 46.24%、24.24%、87.43%。毛利率分别为 16.92%、19.90%、23.25%。由于森麒麟侧重于欧美市场, 建设泰国基地, 具有成本及售价优势, 受到的双反政策影响较小, 故其毛利率高于赛轮轮胎及玲珑轮胎。玲珑轮胎长期以来海外营收占比小于其他两家, 所以总体毛利率略低, 但是在疫情期间由于国内经济复苏好于国外, 且我国轮胎市场需求占比在全球市场提升, 公司毛利和森麒麟相差收窄。

图表 57: 行业重点公司海外营收占比



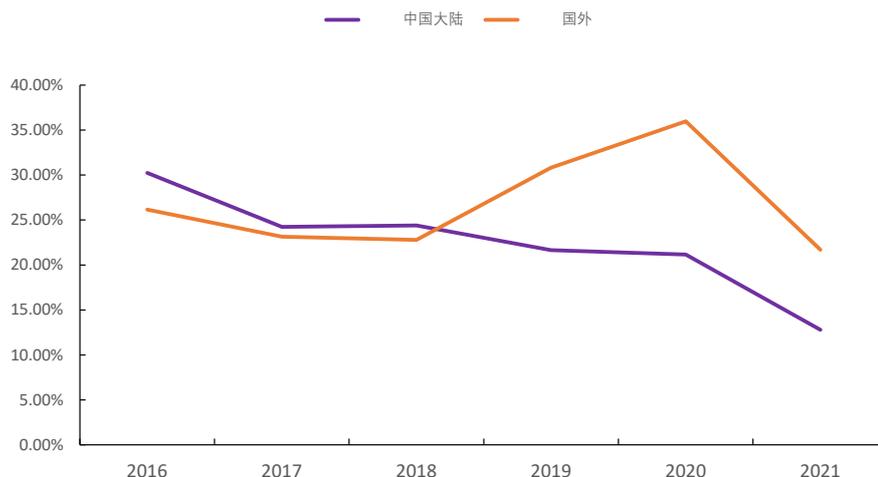
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 58： 行业重点公司毛利率



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 59： 公司海外市场及中国大陆市场毛利率



资料来源：wind，华鑫证券研究

预计随着国外疫情逐渐恢复，海外基地仍能避开部分关税壁垒，海外市场毛利率会有所提高。

2.6、 海运紧张缓解，公司海外市场运输成本下降

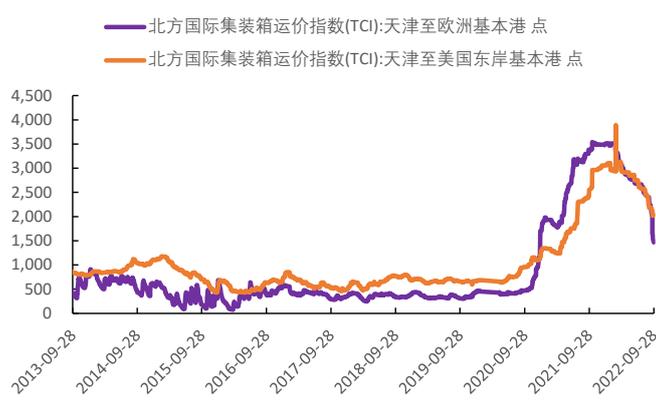
疫情好转，海运不再一箱难求。自 2020 年初新冠疫情全球爆发以来，港口人工减少，海运受到极大影响，叠加原油价格上涨，海运成本提高，导致海运价格一路上涨，在 2021 年达到顶峰，给轮胎企业出口成本造成一定影响。2022 年以来，随着疫情状况缓解，各地复工复产，海运紧张情况有所缓解，海运价格出现明显回落。预计 2022 年下半年海运价格仍存下降趋势，带来轮胎出口更大利润空间。

图表 60: 海运价格高位回落



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 61: 海运价格高位回落



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 62: 全球集装箱运力



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 63: 集装箱吞吐量有所回升



资料来源: wind, 华鑫证券研究

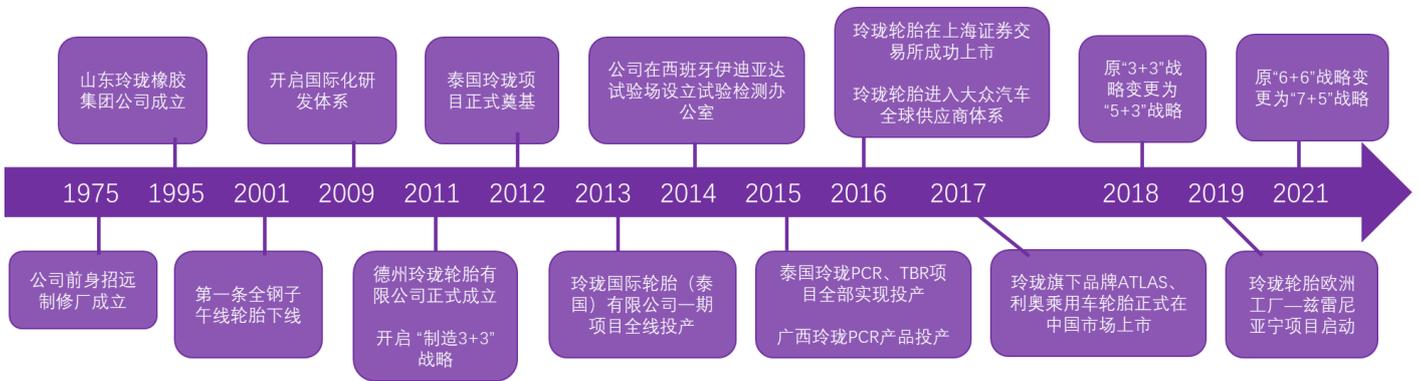
公司海外业务占比较高, 海运成本降低将有效提高公司海外市场盈利能力。预计 2022 年公司海外市场毛利将有所提高。

2.7、“7+5”战略布局, 海内外同步发展

始于招远制修厂, 逐步走向全球化。公司前身为招远制修厂, 成立于 1975 年 5 月 8 日。山东玲珑橡胶集团公司成立于 1995 年。2001 年, 公司第一条半钢子午线轮胎顺利下线, 并开工建设玲珑轮胎工业园。2009 年, 公司北美研发办公室在美国俄亥俄州成立, 开启国际化研发体系。2011 年, 德州玲珑轮胎有限公司正式成立, 公司开启玲珑“制造 3+3”战略, 着手布局海外工厂。2012 年泰国玲珑项目正式奠基, 公司“制造 3+3”战略第一个海外工厂开始建设。2013 年, 公司在西班牙伊迪亚达试验场设立试验检测办公室, 进一步走向全球化。2015 年, 公司泰国 PCR、TBR 项目全部实现投产, 广西 PCR 产品投产。2016 年, 公司在上海证券交易所成功上市。2018 年, 公司正式宣布拟在塞尔维亚建立海外第二个制造基地, 同年湖北玲珑轮胎有限公司项目正式启动, 公司计划在湖北省荆门市建设国内第四

个轮胎生产基地，将原“3+3”战略变更为“5+3”战略，进一步扩大智能化制造规模、增加市场份额，提升企业综合竞争力。2019年，公司欧洲工厂—兹雷尼亚宁项目启动，同年12月湖北玲珑轮胎有限公司全钢项目投产。2021年，公司将原“6+6”战略变更为“7+5”战略，铜川基地立项。

图表 64：公司历史沿革



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

公司稳定推动“7+5”战略，海内外产能稳步扩张。党的十九届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，提出“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的国家战略。公司据此将战略调整为“7+5”的战略布局，公司现在中国建成招远、德州、柳州、荆门、长春五个生产基地，并确定在铜川市和合肥市建设中国第六个和第七个生产基地，在海外建成泰国、塞尔维亚两个生产基地。2021年公司柳州基地、荆门基地3个工厂扩建，塞尔维亚基地和长春基地4个工厂新建，2021年末吉林长春产能为120万条全钢子午线轮胎工厂已投产，2022年产能将逐步释放，2022年上半年长春工厂年申请扩产14万条非公路胎。截至2022年上半年，公司泰国基地年产能已达到半钢1500万套、全钢220万套轮胎，塞尔维亚工厂一期工程年产350万套半钢子午胎和80万套全钢子午胎，目前正在进行设备调试及投产前各项验收手续办理，6月完成了硫化机安装调试且首模轮胎下线。公司2021年末达产产能8206万条，其中乘用车及轻卡6800万条，产能位居全国第一。

图表 65：公司战略布局



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

3、全球化的配套体系建立，零售模式创新带来竞争力

3.1、公司构建全球化配套体系，多品牌配套产品逐渐完善

公司构建多品牌、全球化配套体系，影响力进一步提升。公司通过不断提升产品技术含量，凭借过硬的产品品质和服务，为红旗、奥迪、大众、通用、福特、本田、雷诺日产、广汽三菱、上汽通用五菱、比亚迪、吉利、奇瑞、长城、一汽解放、中国重汽、陕西重汽、福田汽车、东风柳汽、中集车辆等全球 60 多家汽车厂 100 多个生产基地提供配套服务，进入全球 10 大车企其中 7 家的配套体系，实现了对德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套，车企配套轮胎累计超 2 亿条，连续多年位居中国配套第一位。

公司重视配套市场发展，提高消费者粘性。即便配套轮胎利润率不太高，但是考虑到大部分消费者在更换轮胎时，在性价比合适的情况下，仍会首选原配轮胎，有助于提高消费者粘性，因此配套市场存在明显的引流作用。

公司产品销往世界 173 个国家，市场业务遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球各大区域，并且在全球各大洲销售网络分布较均衡，实现全覆盖的销售网络体系。

图表 66：全球 60 多家汽车品牌选择玲珑轮胎



资料来源：玲珑轮胎微信公众号，华鑫证券研究

图表 68：公司新能源配套品牌



资料来源：玲珑轮胎微信公众号，华鑫证券研究

3.2、“新零售元年”战略实施，替换市场发展加速

公司实施“新零售元年”战略。2022年1月6日，玲珑轮胎、腾讯云和华制智能基于此前战略合作的基础上签订新零售三期合同，三方将整合优势能力及资源，全面升级玲珑智慧营销平台，玲珑新零售数字化运营将通过“公域私域并营、线上线下融合、前端中台

一体、内外系统集成”等四大核心价值，搭建全渠道运营体系，全触点接触消费者，实现从全域营销、全渠道订单履约到供应链管理的零售业务闭环服务，掌握全渠道订单、提高运营效率、提升服务质量，树立汽车后市场领域数字化营销新标杆。

新战略将会实现“工厂-经销商-门店-用户”的信息和服务流的打通，利用智慧营销全面赋能终端门店并为线下消费助力。公司通过线上与线下的高度融合，通过“轮胎+非轮胎产品+服务+生活和出行”的多业态产品和服务生态打造，打造半小时配送圈，搭建良性循环的生态链。公司在全球拥有营销网点近十万家，其中品牌店数量近 7000 家，拥有 800 多家一级经销商，市场遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球 173 个国家。通过更多的零售服务，扩大公司在替换市场的优势。

图表 69：公司线下旗舰店

图表 70：公司与腾讯、华制智能联合



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

资料来源：公司官网，华鑫证券研究

“新零售 2.0” 上线，核心竞争力增强。2021 年 8 月 29 日，公司“新零售 2.0”上线，围绕“产品+服务+价值”的营销主旨，和经销商及门店打造用户思维、价值思维、品牌思维。依托乘用车“玲珑养车驿站”小程序和商用车“玲珑卡友之家”，满足用户多样化产品、服务需求，道路救援和全国联保服务需求，帮助经销商、门店提高核心竞争力。

升级“玲珑新零售 3.0”，数字营销新发展。2022 年 7 月公司启动“玲珑新零售 3.0”，对系统、运营商、零售商、品牌形象等进行全新升级，搭建更专业的运营体系。继续将“中高端+L6 五新一高”产品作为产品销售重心，半钢替换市场“中高端+L6 五新一高”产品的销售占比达到 30%以上，全钢替换市场“中高端+L6 五新一高”产品的销售占比接近 40%；对大修厂、综合维保店、一线轮胎品牌的品牌店实现持续渗透和销量提升，全钢已成功进入“四通一达”等长途干线运输行列。上半年持续加强与传化物流、卡友地带等业务互联，并重点开发集团客户，进一步丰富了客户群体结构。

图表 71：玲珑养车驿站小程序上线



资料来源：公司官网，华鑫证券研究

4、行业评级及投资策略

4.1、投资要点

公司产能持续扩张，行业地位不断提升

公司持续深耕轮胎生产和研发，产品享誉全球。公司 2022 年上半年乘用车及轻卡子午线轮胎产量为全国轮胎企业第一，卡车用全钢胎产量为全国第二。预计公司 2022 年半钢胎产能达到 8250 万条/年，全钢胎产能达到 1460 万条/年。2022/2023/2024 年公司轮胎总产能预计将达到 9805/10761/11961 万条。随着产能持续释放，公司未来在行业内的地位将持续提升。随着能耗双控和环保政策推行，部分轮胎行业落后产能或被淘汰，公司市占率进一步提高。

国际化配套再上台阶，新能源迎来发展高潮

玲珑轮胎与国内外一流主机厂缔结战略合作，共克时艰，休戚与共，构建更加长远、牢固的合作体系，为公司“7+5”战略布局奠定坚实的基础。同时公司也围绕配套中高端产品占比、中高端车型占比、中高端品牌占比三个结构调整改善配套领域的盈利能力，并以此形成品牌突破以及替换拉动。公司凭借产品高性能、高性价比优势在配套市场主胎份额占比持续提升，截至 2022 年上半年，公司在国内配套主胎份额占比已超过 85%。公司已经成为全球 60 多家汽车厂 100 多个生产基地提供配套服务，进入全球 10 大车企其中 7 家的配套体系。随着疫情影响减弱，经济复苏加速，2022 年第二季度我国乘用车保有量及销量提升，其中新能源汽车产量及销量增幅明显。9 月 26 日，财政部发文延续新能源汽车免征车

辆购置税政策，有望延续新能源汽车销量快速增长态势。

轮胎原材料及海运成本下降，公司盈利能力或迎来修复

2022 年以来，随着新冠疫情影响减弱，经济复苏，海运费回落至约为去年最高位的 40%；轮胎行业最主要原料橡胶价格较年初回落约 12%。随着俄乌局势稳定，原油价格回归理性，与原油相关性较强的轮胎原材料包括合成橡胶，炭黑，促进剂，防老剂等的价格回落至合理区间，公司轮胎产品毛利率有望迎来修复。

2021 年由于疫情影响导致国外港口工人减少，装卸力不足，港口处理能力下降造成港口拥堵、船舶运输时间增加、集装箱无法及时运回，另外，油价趋势性大涨，从成本端大幅抬升海运的涨价压力，轮胎企业订单旺盛但出口受阻。截止目前，海运费已经回落至去年高位的 40% 的水平。海运费对公司出口的影响边际减弱，出口有望迎来增长。

新零售助力提升公司品牌知名度

公司与腾讯云和华制智能合作，全面升级玲珑智慧营销平台，搭建全渠道运营体系，全触点接触消费者。依托乘用车“玲珑养车驿站”小程序和商用车“玲珑卡友之家”，满足用户多样化产品、服务需求，道路救援和全国联保服务需求，增加与消费者接触的机会，扩大自身品牌知名度，提升品牌口碑。树立了汽车后市场领域数字化营销新标杆。公司通过零售侧重点改变，半钢替换市场“中高端+L6 五新一高”产品的销售占比达到 30% 以上，全钢替换市场“中高端+L6 五新一高”产品的销售占比接近 40%；对大修厂、综合维保店、一线轮胎品牌的品牌店实现持续渗透和销量提升，全钢已成功进入“四通一达”等长途干线运输行列。公司持续加强与传化物流、卡友地带等业务互联，并重点开发集团客户，进一步丰富了客户群体结构。

4.2、盈利预测及估值

我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 191、224、262 亿元，EPS 分别为 0.91、1.70、2.94 元，当前股价对应 PE 分别为 19.9、10.7、6.2 倍，维持“买入”投资评级。

图表 72：公司盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	18,579	19,137	22,390	26,196
增长率（%）	1.1%	3.0%	17.0%	17.0%
归母净利润（百万元）	789	1,253	2,336	4,032
增长率（%）	-64.5%	58.9%	86.4%	72.6%
EPS（元）	0.57	0.91	1.70	2.94
ROE	4.8%	7.3%	12.6%	19.2%

资料来源：WIND，华鑫证券研究

5、风险提示

贸易摩擦可能导致的关税上升、经济景气度大幅下行、原材料价格大幅上涨、汇率波动、新项目投产不及预期、公司业绩不及预期等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:				
现金及现金等价物	2,317	3,869	5,789	8,601
应收款	3,297	3,396	3,973	4,649
存货	4,534	4,666	5,275	5,882
其他流动资产	1,395	1,436	1,674	1,953
流动资产合计	11,543	13,366	16,711	21,085
非流动资产:				
金融类资产	32	32	32	32
固定资产	12,420	14,676	14,931	14,429
在建工程	5,140	2,056	822	329
无形资产	900	855	810	767
长期股权投资	29	29	29	29
其他非流动资产	4,106	4,106	4,106	4,106
非流动资产合计	22,595	21,723	20,699	19,661
资产总计	34,139	35,089	37,410	40,746
流动负债:				
短期借款	5,831	5,831	5,831	5,831
应付账款、票据	6,852	7,051	7,971	8,888
其他流动负债	3,459	3,459	3,459	3,459
流动负债合计	16,142	16,341	17,261	18,178
非流动负债:				
长期借款	719	719	719	719
其他非流动负债	890	890	890	890
非流动负债合计	1,609	1,609	1,609	1,609
负债合计	17,751	17,949	18,869	19,787
所有者权益				
股本	1,372	1,372	1,372	1,372
股东权益	16,388	17,140	18,541	20,959
负债和所有者权益	34,139	35,089	37,410	40,746

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	789	1253	2335	4031
少数股东权益	0	0	0	-1
折旧摊销	1188	873	1021	1036
公允价值变动	25	10	10	10
营运资金变动	-1512	-73	-505	-644
经营活动现金净流量	490	2063	2861	4432
投资活动现金净流量	-4998	828	978	995
筹资活动现金净流量	6060	-501	-934	-1613
现金流量净额	1,552	2,390	2,905	3,814

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	18,579	19,137	22,390	26,196
营业成本	15,372	15,715	17,762	19,799
营业税金及附加	100	103	120	141
销售费用	529	498	537	576
管理费用	642	612	672	733
财务费用	134	186	133	54
研发费用	934	962	1,126	1,317
费用合计	2,239	2,258	2,467	2,681
资产减值损失	-290	-90	-90	-90
公允价值变动	25	10	10	10
投资收益	-29	-10	-10	-10
营业利润	730	1,150	2,130	3,666
加:营业外收入	11	11	11	11
减:营业外支出	27	27	27	27
利润总额	714	1,134	2,114	3,649
所得税费用	-75	-119	-221	-382
净利润	789	1,253	2,335	4,031
少数股东损益	0	0	0	-1
归母净利润	789	1,253	2,336	4,032

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	1.1%	3.0%	17.0%	17.0%
归母净利润增长率	-64.5%	58.9%	86.4%	72.6%
盈利能力				
毛利率	17.3%	17.9%	20.7%	24.4%
四项费用/营收	12.1%	11.8%	11.0%	10.2%
净利率	4.2%	6.5%	10.4%	15.4%
ROE	4.8%	7.3%	12.6%	19.2%
偿债能力				
资产负债率	52.0%	51.2%	50.4%	48.6%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
存货周转率	3.4	3.4	3.4	3.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.57	0.91	1.70	2.94
P/E	31.7	19.9	10.7	6.2
P/S	1.3	1.3	1.1	1.0
P/B	1.5	1.5	1.3	1.2

■ 化工组介绍

黄寅斌：CFA 持证人，中国科学院化学工程硕士曾就职于长城证券，五年证券研究经验，重点覆盖化纤，轮胎，新材料等产业链

刘韩：中山大学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。