

玲珑轮胎 (601966.SH)

成本下降叠加产品结构调整，业绩同比扭亏为盈

买入

核心观点

2023年一季度轮胎销量同比+7%，归母净利润 2-2.2 亿元。玲珑轮胎预计 2023Q1 实现归母净利润 2.0-2.2 亿元（2022Q1 为 -0.92 亿元，2022Q4 为 0.24-0.64 亿元），预计 2023Q1 实现扣非净利润 1.7-1.9 亿元（2022Q1 为 -1.63 亿元，2022Q4 为 0.42-0.62 亿元）；得益于终端需求有所回暖+产能陆续释放，2023Q1 玲珑轮胎销量同比+6.6%，叠加成本压力逐步释放以及产品结构优化调整，玲珑轮胎一季度实现净利润同比扭亏为盈。

成本压力下降叠加终端需求回暖，公司业绩迎来拐点。成本端压力缓解：1) 原材料价格回落：截至 23Q1，天然橡胶/合成橡胶/炭黑的原材料价格相较于去年同期-13%/-20%/-3%；2) 海运费持续下行：截至 23Q1，中国到美东/美西/欧洲海运费价格较去年同期-88%/-94%/-89%，泰国到美东/美西/欧洲海运费价格较去年同期-90%/-91%/-87%；3) 产能释放：产能陆续释放，规模效应持续优化成本；**需求复苏增厚收入：**经济回暖提振终端需求（3 月重卡销量同比+26%），轮胎需求逐步复苏，23Q1 玲珑销量同比+6.6%；**高端化推进提振盈利能力：**公司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持续改善配套领域盈利能力。

产能+配套+零售全方位布局，有望进入业绩持续上行通道。1) **产能端：**海外看好欧洲工厂提振整体盈利能力（22 年 6 月首模轮胎下线；23 年有望增添收益）以及泰国工厂持续修复利润，国内看长春、湖北、安徽等地产能推进，长期看好公司“7+5”全球化战略；2) **配套端：**看好高端产品、车型、品牌渗透（正式供货宝马；实现对高端商用车 SCANIA、MAN 的产品量供）及新能源配套推进（比亚迪第一大轮胎供应商；通过大众中国新能源车项目自愈合轮胎评审）；3) **零售端：**创建“玲珑养车驿站”+“阿特拉斯卡友之家”养车品牌，新零售 3.0 开启保障增长；后续随海外需求回暖以及价格传导落地（3 月初玲珑针对国内零售市场 PCR 产品系列进行涨价 2%-3%）增厚利润，玲珑业绩有望持续释放。

风险提示：行业复苏不及预期，海外需求下滑，原材料涨价，扩产不及预期。

投资建议：有拐点+有空间的国内半钢龙头，维持“买入”评级

看好玲珑产能+配套+零售三大维度的积累，短期看好成本下降及产品结构调整带来盈利弹性。考虑到终端市场价格战带来的需求不确定性，调整盈利预测，预计 22/23/24 年归母净利润 2.6/13.7/23.2 亿元（原 5.6/15.5/24.2 亿元），对应 PE 为 112/21/13x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	18,383	18,579	18,169	22,311	25,601
(+/-%)	7.1%	1.1%	-2.2%	22.8%	14.7%
净利润(百万元)	2220	789	262	1371	2322
(+/-%)	33.1%	-64.5%	-66.8%	423.3%	69.3%
每股收益(元)	1.62	0.57	0.19	1.00	1.69
EBIT Margin	15.2%	5.4%	1.8%	6.7%	9.4%
净资产收益率 (ROE)	13.5%	4.8%	1.6%	7.9%	12.3%
市盈率 (PE)	13.2	37.2	112.0	21.4	12.6
EV/EBITDA	10.7	21.5	25.8	15.1	11.6
市净率 (PB)	1.78	1.79	1.77	1.69	1.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·汽车零部件

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.40 元
总市值/流通市值	31602/31533 百万元
52 周最高价/最低价	30.50/16.21 元
近 3 个月日均成交额	200.08 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《玲珑轮胎 (601966.SH) - 三季度营收环比改善，静待利润端蓄势反转》——2022-10-31

《玲珑轮胎 (601966.SH) - 盈利能力环比修复，二季度净利润转正》——2022-08-27

《玲珑轮胎 (601966.SH) - 二季度净利润转正，业绩上行拐点已现》——2022-07-17

《玲珑轮胎 (601966.SH) - 底部已现，下半年有望量利双增》——2022-07-04

《国信证券-玲珑轮胎-601966-2021 年三季报点评：原材料及海运成本拖累，单三季度利润承压》——2021-11-03

业绩概览：

玲珑轮胎预计 2023Q1 实现归母净利润 2.0-2.2 亿元(2022Q1 为-0.92 亿元, 2022Q4 为 0.24-0.64 亿元), 预计 2023Q1 实现扣非净利润 1.7-1.9 亿元(2022Q1 为-1.63 亿元, 2022Q4 为 0.42-0.62 亿元); 得益于终端需求有所回暖+产能陆续释放, 2023Q1 玲珑轮胎销量同比+6.6%, 叠加成本压力逐步缓解以及产品结构优化调整, 玲珑轮胎一季度实现净利润同比扭亏为盈。

图1：公司营业收入及增速



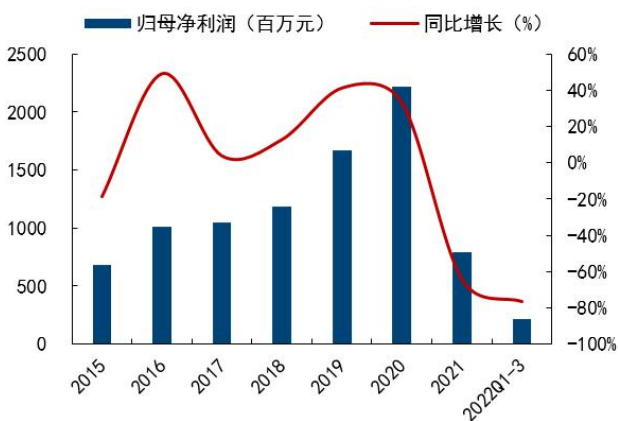
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度净利润及增速



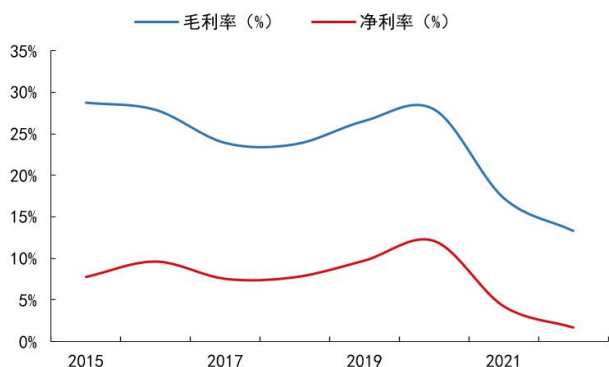
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本端压力持续缓解：1) 原材料价格回落：截至 2023Q1，天然橡胶/合成橡胶/炭黑的原材料价格相较于去年同期分别-13%/-20%/-3%；2) 海运费持续下行：截至 23Q1，中国到美东/美西/欧洲海运费价格较去年同期分别-88%/-94%/-89%，泰国到美东/美西/欧洲海运费价格较去年同期分别-90%/-91%/-87%；3) 产能释放：产能陆续释放，规模效应持续优化成本；

终端需求复苏增厚收入：经济回暖提振终端需求（3 月重卡销量同比+26%），轮胎行业需求逐步复苏，2023Q1 玲珑轮胎销量同比+6.6%；

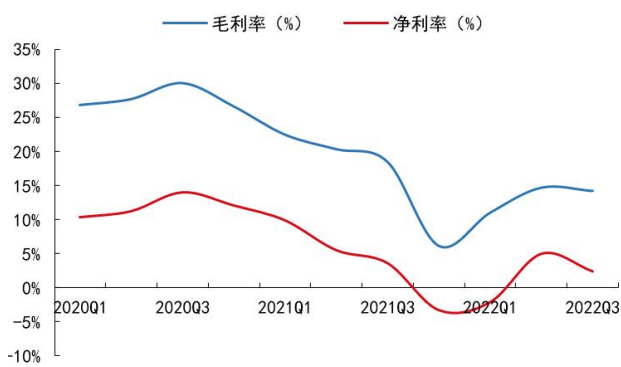
高端化推进提振盈利能力：公司围绕配套中高端产品占比、中高端车型占比、中高端品牌占比三个结构调整持续改善配套领域盈利能力。

图5：公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司单季度毛利率和净利率



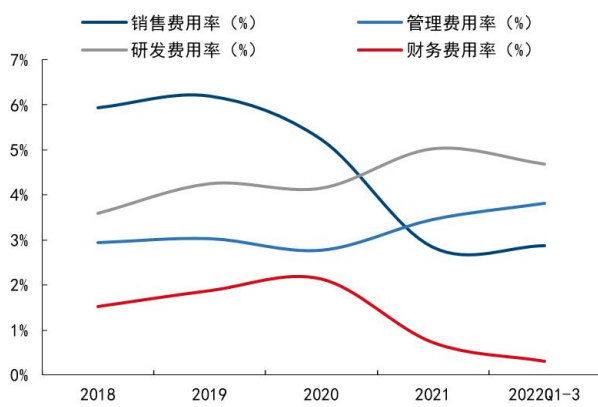
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：研发费用及费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；

轮胎相关指数数据更新：

国内乘用车销量增长，商用车有望复苏

根据中汽协，2月汽车产销分别为203.2万辆和197.6万辆，环比分别+27.5%和+19.8%，同比分别+11.9%和+13.5%；2月乘用车产销分别完成171.5万辆和165.3万辆，环比+22.8%和+12.5%，同比分别+11.6%和10.9%，1-2月乘用车累计销量312.1万辆，同比-15.2%。据乘联会，1-3月乘用车批发销量为505.2万辆，同比-7.3%；商用车2月销量32.4万辆，同比+29.1%；1-2月累计销量50.4万辆，同比-15.4%，商用车已有复苏趋势；据第一商用车网数据，2023年3月我国重卡市场销量约9.7万辆（开票口径，包含出口和新能源），环比2月+26%，同比+26%，净增加约2万辆，23Q1重卡市场累计销售22.3万辆，同比略降4%；根据公安部数据，截至22Q1我国汽车保有量3.19亿辆，比上年末增加1752万辆。我们认为在未来随乘用车销量持续增长（配套+半钢），汽车保有量基数大（替换），以及国家稳经济、稳增长方针下基建有望回暖+货车车贷延期还本付息等（全钢）的加持下，国内轮胎需求有望持续改善。

图9：2019-2023年2月汽车单月销量及同比增速



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

图10：2019-2023年2月乘用车单月销量及同比增速



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图11：2019-2023年2月商用车单月销量及同比增速



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图12：2019-2023年2月新能源汽车单月销量及同比增速



资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

原材料&海运费：成本端压力持续缓解

海运费：海运费持续下行，已经接近底部。截至2023年4月2日数据，中国到美东/美西/欧洲的海运费价格较3月初分别-10.5%/-6.1%/-38.3%，相较于2023年1月初分别-27.6%/-27.2%/-51.0%，相较于去年同期分别-88.1%/-93.6%/-88.9%；截至3月31日数据，泰国（尺寸40）到美东/美西/欧洲的海运费价格较于年初分别-34.4%/-20.0%/-28.1%，较去年同期分别-90.2%/-90.8%/-86.6%。

图13：我国出口集装箱运费（美元/FEU）

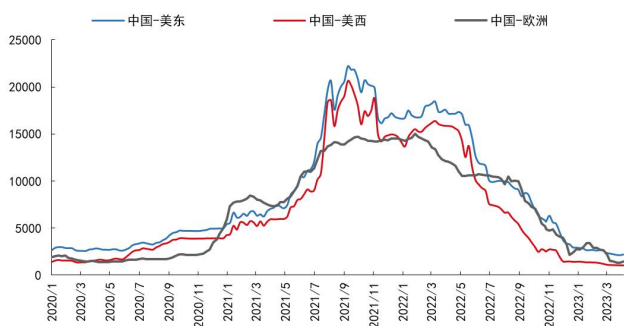
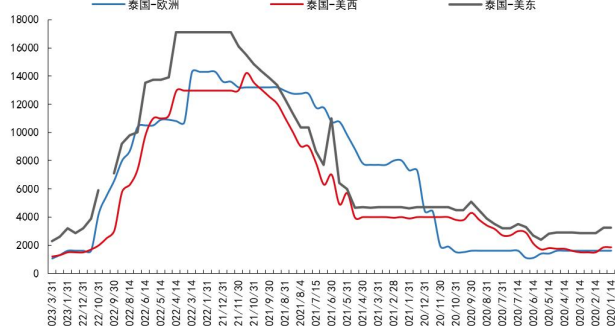


图14：泰国出口集装箱运费（美元/FEU）

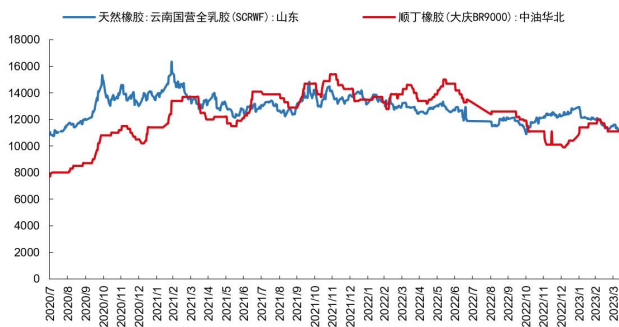


资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

资料来源：TNSC，国信证券经济研究所整理

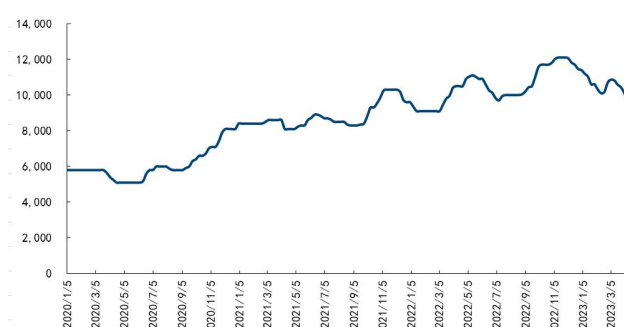
原材料：原材料价格整体回落。截至 23 年 3 月 31 日数据，天然橡胶（SCRWF；山东）均价为 11600 元/吨，相较于月初-3.7%，较年初-6.1%，较去年同期-12.5%；合成橡胶（大庆 BR9000；中油华北）均价为 11100 元/吨，相较于月初-5.1%，较年初+12.1%，较去年同期-20.1%；截至 23 年 4 月 2 日数据，碳黑（N550；华东地区）均价为 10120 元/吨，相较于月初-6.8%，较年初-11.2%，较去年同期-2.7%。

图 15：我国橡胶价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：碳黑价格走势（元/吨）（华东地区；N550）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

全球集装箱运力情况来看，全球集装箱船运力处于持续增长的趋势。预计随海运费价格持续下降，以及全球集装箱运力的进一步释放，出口货运紧张的局面将逐渐缓解，预计轮胎工厂出口的发货速度将持续回升。

图 17：全球集装箱船运力情况（TEU）（艘）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

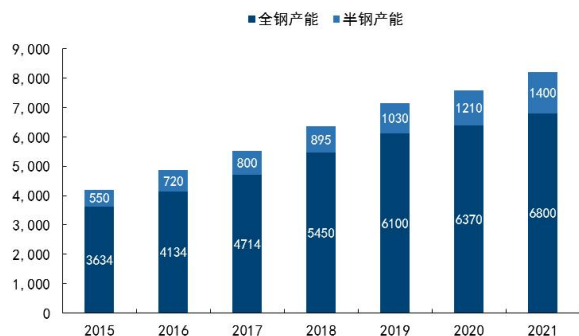
玲珑轮胎核心逻辑：公司作为国产半钢胎龙头，我们认为短期看成本压力缓解+国内终端需求复苏+欧洲工厂带来的盈利弹性；中长期看公司“7+5”战略推进，配套对替代的拉动效应持续兑现，玲珑作为国产轮胎龙头，品牌力+产品力持续上行，全球市占率抬升：

产能：欧洲工厂带来盈利弹性+全球“7+5”战略推进

短期：塞尔维亚工厂落地在即，有望修复公司盈利能力。塞尔维亚工厂规划产能 1360 万条/年（全钢 160 万条+半钢 1200 万条），2022 年 6 月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线，同时选定新的合作伙伴（中交）加快项目后续建设，预计 23Q1 一期全钢 120 万套项目投产，半钢预计 23Q2 试产，23 年底有望形成 600 万产能规模；我们认为伴随塞尔维亚工厂产能的释放具深刻意义，有望复刻泰国工厂佳

绩：1) 量：有利于提升海外市场份额；2) 利：欧洲工厂就近供货欧洲区域客户（较多主机厂总部落于欧洲，利于缓解运费波动带来的成本压力，另外从欧洲工厂可以向美国供货，有效规避关税，提升利润率；3) 品牌力：塞尔维亚工厂是国内轮胎企业在欧洲落地的第一座工厂，利于提高玲珑品牌在欧洲的知名度，另外欧洲产地的轮胎在销售至很多客户时有望享受一定溢价。

图18：玲珑轮胎产能（万条）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图19：玲珑轮胎与中交就塞尔维亚项目展开深化合作



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

长期：看好公司持续推进实行“7+5”战略布局。国内：拥有招远、德州、柳州、荆门、长春5个生产基地，陕西和安徽工厂正进行规划；2022年公司长春工厂产能爬坡；湖北荆门生产基地三期逐步达产，22年底可新增300万套半钢产能；德州基地利用设备填充补齐，将新增300万套半钢产能。公司新增产能超1500万条，整体产能突破1亿条；2022年底公司拟于安徽建设年产1400万套高性能子午线轮胎项目（1200万套高性能乘用车及轻卡子午线轮胎和200万套高性能卡客车子午线轮胎）的规模。**海外：**泰国、欧洲（22年6月完成硫化机安装调试且首模轮胎下线）建设生产基地，并在全球范围内继续考察建厂。截至21年底合计产能8206万条（全钢6800+半钢1400万条，至2030年产能有望达1.6亿条）；通过7+5战略布局，形成与主机厂配套最佳服务半径，全面赋能零售服务体系，提升交付效率，推进研发、管理、服务全球化、区域化、本土化发展。并通过大数据、区块链、5G、工业机器人等尖端技术的应用，实现产品的全生命周期覆盖。

图20：玲珑轮胎“7+5”长期战略



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

配套：品牌力拓展建设新局面，国际化配套再上新台阶

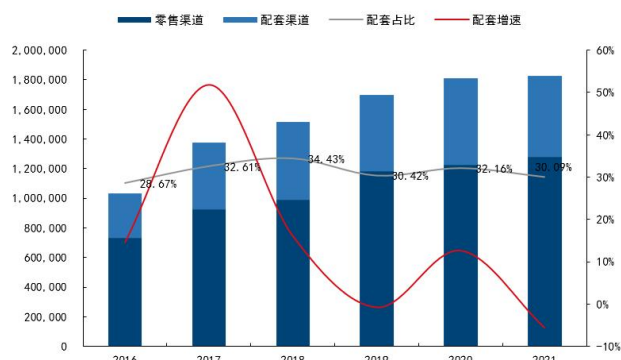
配套业务认证壁垒极高且周期漫长，因此配套业务本身就是主机厂对轮胎产品质量的一种背书，利于在消费者群体中树立良好的品牌形象，配套业务是胎企成长为一线企业的标配。玲珑战略坚持配套战略，连续多年位居中国配套首位（国内配套销量占比 22 年前三季度 36.8%）。

1) **客户持续拓展：**公司为进入全球 10 大车企中 7 家的配套体系，实现对德系、欧系、美系、日系等重点车系的配套，本田中国、上汽大众、马来西亚宝腾、吉利、东风日产、宝马等正式量供，玲珑 22Q3 配套合计发货量环比增长超 100%。

2) **配套高端化**：玲珑 22Q3 配套发货中高端产品占比超 35%，新项目高端产品占比超 60%；实现对高端商用车 SCANIA、MAN 的产品量供；宝马拿下 7 个规格覆盖 23 款车型的定点，22 年 8 月首个项目批量发货。

3) **领跑新能源配套**：玲珑 22 年 Q1-Q3 实现新能源轮胎配套量超 400 万条，同比增长超 90%（已超 21 年总量），22 年有望接近 600 万条；新能源整体市占率超 20%，稳居中国轮胎第一；公司是比亚迪第一大轮胎供应商（22H1 玲珑供货量接近 100 万条，配套的车型例如元、秦、宋、海洋等），并为易捷特、开沃、威马进行配套；22 年 9 月成为唯一进入大众全球的中国胎企（通过大众新能源车用自愈合项目评审），意味着拿到大众旗下所有高端品牌配套资格；8 月通过蔚来评审，已参与开发下一代车型；22Q3 新配套车型包括一汽红旗 E QM5 PLUS18 寸主胎、几何 E、五菱新能源 G100、G100P 主胎。

图21：玲珑轮胎配套轮胎销量（万条）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 玲珑轮胎配套客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

配套拉动效应有望在未来持续兑现。轮胎作为整车较少具有品牌标识的汽车零部件具有较强的品牌属性以及用户黏度。替换市场中每辆家用乘用车平均 4-5 年需更换，商用车以及非公路车的替换系数更高。根据米其林整理的全球各大地区的轮胎协会发布的数据显示，2021 年度全球配套与替换市场比例为 1:3-4，玲珑目前该比例为 1:1（国内，截至 2021 年年报）。随公司技术实力（研发投入占比行业领先）带来产品力的提升，叠加公司短期“承压”式开拓配套客户，**玲珑轮胎通过配套拉动效应以及高性价比优势在替换市场仍具较大上升空间。**

零售：新零售战略持续升级，启动玲珑新零售 3.0

新零售助力公司国内零售板块持续提升。22 年 9 月新零售 3.0 系统上线，推动厂家与渠道构建起赋能的新型合作伙伴关系，并建立起全渠道运营体系，将凸显公域私域结合+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；22 年

10月26日，全国首批玲珑养车驿站3.0店铺在烟台开业，至此烟台市内玲珑养车驿站店铺近40家，新零售合作店铺240多家，玲珑养车驿站已成为烟台区域店铺数量最多、分布最广的汽车后连锁品牌，成为烟台区域内最大的汽车后服务品牌；截至23年初，公司在全球拥有10万多个营销网点，在中国建设数万家门店。

图23：玲珑轮胎养车驿站内景



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

图24：玲珑轮胎养车驿站外景



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

研发：重视研发提升产品性能质量，奠定品牌向上基础

玲珑重视研发，以国家认定企业技术中心、国家级工业设计中心为依托，在北京、上海、济南、烟台、美国、德国成立研究分院，形成“三国七地”全球化开放式研发创新体系，驱动玲珑技术创新。公司目前已拥有低噪音、抗湿滑、超低滚阻、超高耐磨、补气保用、自修复静音绵等产品系列。最新一代产品集合多项自主研发的技术专利，低滚阻、高耐磨、超强操控性、“1+2”全生命周期过百万里程的轮胎、新能源轮胎等产品的性能和技术含量均处于世界一流水平。2022年，公司在细分用户、细分市场的基础上推出玲珑新能源轮胎SPORT MASTER e、静音绵自修复一体化轮胎等新品，玲珑SportMaster在Auto Bild 2023年夏季轮胎测试中获得第七名的优异成绩（主要凭借干/湿地制动和胎噪），也是唯一一个中国品牌挤进前七（与第六名米其林PS5只是相差0.1米的差距），以欧洲市场为重点的Sport Master轮胎，其湿地抓地力比之前的UHP产品提高17%，这一性能足以获得欧盟轮胎标签A级，助力玲珑轮胎品牌持续向上。

图25：玲珑轮胎静音绵自修复一体轮胎



资料来源：公司官网微信公众号，国信证券经济研究所整理

图26：玲珑SportMaster在项目测试中获得第七名

		braking distance in m			
tire make		Wet*	Dry*	In total	
1	Hankook Ventus S1 evo ³	95YCAB72	24.8	33.3	58.1
2	Goodyear Eagle F1 Asymmetric 6	95 YCAB 70	25.4	33.2	58.6
3	Pirelli PZero PZ4	95YCAA67	24.9	34.0	58.9
4	Yokohama Advan Sport V107	95 YDAB71	25.4	33.5	58.9
5	Continental PremiumContact 7	95 YCAB 72	25.3	33.7	59.0
6	Michelin Pilot Sport 5	95YCAB72	26.0	34.1	60.1
7	Linglong Sport Master	95YCAA69	25.8	34.4	60.2
8	Falcons Azenis FK520	95YCAB70	27.0	33.7	60.7
9	Maxxis Victra Sport 5 VS5	95YCAB72	26.7	34.1	60.8
10	Toyo Proxes Sport 2	95 YDAB71	26.9	34.1	61.0
11	Kumho Ecsta PS71	95 YDAB72	26.6	35.1	61.7
12	Sava Intensa UHP 2	95YCAB72	27.4	34.3	61.7
13	Dunlop Sport Maxx RT2	95YCB72	27.0	34.8	61.8
14	Nexen N'Fera Sport	95 YDAB71	27.2	34.6	61.8

资料来源：轮胎国际视角，国信证券经济研究所整理

品牌端持续获得认可。自成立以来，公司实行多元化品牌战略，面向全球市场进

行差异化营销，主要品牌有“玲珑”、“利奥”、“ATLAS”、“EVOLUX”、“GREEN MAX”、“CROSS WIND”，产品销往全球 173 个国家。“玲珑品牌”多年上榜世界品牌实验室发布的“中国 500 最具价值品牌”“亚洲品牌 500 强”，2022 年品牌价值 689.39 亿元，第十八次荣登榜单，连续 9 年保持每年 50 亿元以上的增长。20-22 年，连续三年入围英国品牌价值咨询公司 Brand Finance 发布的“全球最具价值轮胎品牌”榜，是唯一连续三年上榜的中国轮胎企业。

图 27：玲珑入围中国制造业上升公司价值 500 强

78	阳光电源	安徽省	81.09	电力设备制造业
79	丽珠集团	广东省	81.05	医药制造业
80	海大集团	广东省	81.02	农副食品加工业
81	旗滨集团	湖南省	80.96	建筑材料
82	生益科技	广东省	80.94	计算机、通信和其他电子设备制造业
83	东方雨虹	北京	80.72	建筑材料
84	玲珑轮胎	山东省	80.69	汽车制造业
85	中际旭创	山东省	80.53	计算机、通信和其他电子设备制造业
86	亿帆医药	浙江省	80.51	医药制造业
87	海信家电	广东省	80.5	家用电器制造业
88	盈趣科技	福建省	80.36	计算机、通信和其他电子设备制造业

资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 28：玲珑轮胎品牌价值（亿元）



资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理

打造数智化工厂，提高产品质量。玲珑从原材料进厂到终端销售，通过统一标准、质量管理、工艺技术，形成严格的自检、互检、专检制度，确保产品匠心品质。同时，公司打造精益管理模式和智能制造工厂，运用工业互联网、大数据、边缘计算、AI 等，实现各类业务系统从研发设计、生产制造、经营管理、运维服务等环节的数字化、网络化、智能化，以高度自动化、高柔性、高精度的设备和生产流程，向市场输出更高品质的轮胎精品。

表 1：玲珑轮胎分季度产销、价格、收入拆解

玲珑轮胎分季度价值拆解							
2018							
Q1	轮胎	1284	1236	348470	282	4.70%	0.10%
Q2	轮胎	1405	1325	369355	279	-4.20%	16.10%
Q3	轮胎	1350	1327	375290	283	0.60%	5.20%
Q4	轮胎	1484	1457	421588	289	2.80%	14.60%
全年		5523	5345	1514703	283		
2019							
Q1	轮胎	1445	1381	403463	292	3.70%	11.70%
Q2	轮胎	1461	1377	423167	307	10.30%	3.90%
Q3	轮胎	1574	1471	415872	283	0.00%	10.90%
Q4	轮胎	1714	1671	461761	276	-4.50%	14.70%
全年		6195	5899	1704263	289		
2020							
Q1	轮胎	1461	1220	354601	291	-0.50%	-11.70%
Q2	轮胎	1389	1490	459523	308	0.40%	8.20%
Q3	轮胎	1819	1744	493244	283	0.00%	18.60%
Q4	轮胎	1928	1879	502200	267	-3.30%	12.40%
全年		6597	6333	1809568	286		
2021							
Q1	轮胎	1779	1629	489360	300	3.30%	33.50%
Q2	轮胎	1791	1676	499174	298	-3.50%	12.50%
Q3	轮胎	1610	1541	421916	274	-3.20%	-11.60%
Q4	轮胎	1847	1625	415953	256	-4.20%	-13.50%
全年		7027	6471	1826402	282		
2022							
Q1	轮胎	1672	1571	429687	273	-9.00%	-3.50%
Q2	轮胎	1518	1348	398804	296	-0.69%	-19.55%

Q3 轮胎 1702 1662 428987 258 -5.75% 7.88%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：有价值+有拐点+有空间的国内半钢龙头，维持“买入”评级

调整盈利预测的原因：考虑到 2023 年新能源汽车补贴退坡，中国新能源汽车行业销量增速放缓，多家车企陆续推出降价措施保障销量，终端销量增速放缓且价格竞争激烈，有一定概率影响零部件厂商的盈利能力。我们下调盈利预测，预计 2022/2023/2024 年玲珑轮胎的轮胎产品销量分别为 6432/7718/8799 万条，单胎平均售价大约在 280 元上下浮动，则轮胎销售业务收入分别为 178/219/251 亿元，营业总收入分别为 182/223/256 亿元。考虑到 2023 年新能源汽车补贴退坡，汽车行业价格竞争较为激烈，预计 22/23/24 年公司毛利率分别为 14%/18%/21%。

表2：玲珑轮胎经营数据预测

	2021	2022E	2023E	2024E
轮胎销量（万条）	6471	6432	7718	8799
轮胎单条均价（元）	282	277	284	286
轮胎销售业务收入（亿元）	183	178	219	251
营业总收入（亿元）	186	182	223	256
毛利率	17%	14%	18%	21%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

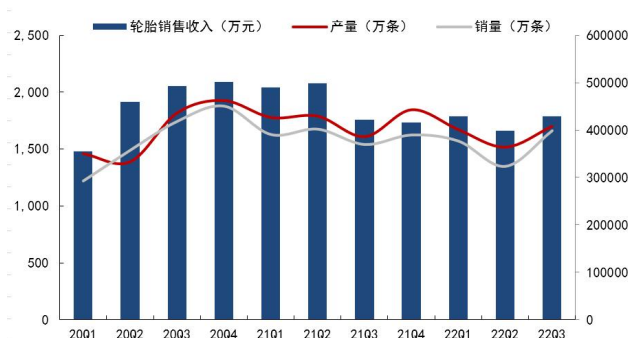
我们考虑到玲珑轮胎持续重视研发，且考虑到公司推出新零售 3.0 策略推广市场，预计 2022-2024 年公司的费率将在之前的水平上略有降低，预计 2022-2024 年研发费率分别为 4.8%/4.7%/4.7%，销售费率分别为 2.8%/2.8%/2.7%，管理费率分别为 3.3%/3.3%/3.3%。

表3：玲珑轮胎财务数据预测

	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入（亿元）	186	182	223	256
毛利率	17%	14%	18%	21%
管理费用率	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用率	5.0%	4.8%	4.7%	4.7%
销售费用率	2.8%	2.8%	2.8%	2.7%
归母净利润（亿元）	7.9	2.6	13.7	23.2
净利率	4.2%	1.4%	6.1%	9.1%

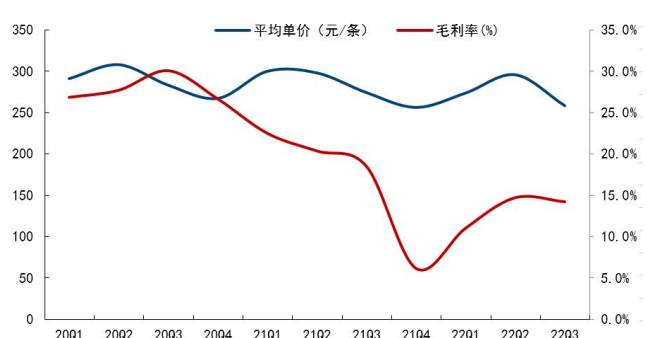
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

图29：玲珑轮胎销售收入及产销量数据



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：玲珑轮胎产品销售平均单价及整体毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

基于以上条件假设，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年玲珑轮胎归母净利润分别为 2.6/13.7/23.2 亿元（原预测 5.6/15.5/24.2 亿元），EPS 分别为 0.19/1.00/1.69 元（原预测 0.41/1.13/1.77 元），对应 PE 为 112/21/13x，持续看好玲珑轮胎配套业务持续推进以及零售业务增厚利润，维持“买入”评级。

产能+配套+零售全方位布局，看好国内半钢龙头量利双增。公司在产能、配套、零售等方面皆有全面、前瞻性布局：1) **产能端**：海外看好欧洲工厂提振整体盈利能力（22 年 6 月首模轮胎下线；23 年有望增添收益）以及泰国工厂持续修复利润，国内看长春、湖北、安徽等地产能推进，长期看好公司“7+5”全球化战略；2) **配套端**：看好高端产品、车型、品牌渗透（正式供货宝马；实现对高端商用车 SCANIA、MAN 的产品量供）及新能源配套推进（比亚迪第一大轮胎供应商；通过大众中国新能源车项目自愈合轮胎评审）；3) **零售端**：创建“玲珑养车驿站”+“阿特拉斯卡友之家”养车品牌，新零售 3.0 开启保障增长；后续随海外需求回暖增厚利润，玲珑业绩有望持续改善。

投资建议：我们看好玲珑轮胎在产能+配套+零售等维度全方位布局构筑的核心竞争力以及未来业绩增长的确定性，短期看好成本压力持续缓解以及公司产品结构的调整带来盈利弹性，中长期看好公司产能、零售、配套等多维布局带来的业绩成长动力，考虑到终端汽车市场价格战带来的需求不确定性，我们调整盈利预测，预计 22/23/24 年公司归母净利润分别为 2.6/13.7/23.2 亿元（前次预测为 5.6/15.5/24.2 亿元），对应 22/23/24 年 PE 分别 112/21/13x，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	市值（亿）	股价（元）		每股盈利（元）			市盈率			评级
			20230410	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
600660.SH	福耀玻璃	892	34.18	1.21	1.82	1.89	28	19	18	买入	
601799.SH	星宇股份	334	116.74	3.32	3.30	4.37	35	35	27	买入	
601058.SH	赛轮轮胎	318	10.37	0.43	0.48	0.73	24	22	14	-	
	平均						29	25	20		
601966.SH	玲珑轮胎	316	21.40	0.57	0.19	1.00	37	112	21	买入	

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理和预测 备注：赛轮轮胎预测为 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4287	2317	2300	2300	2300	营业收入	18383	18579	18169	22311	25601
应收款项	2784	3297	3236	3973	4559	营业成本	13253	15372	15714	18276	20261
存货净额	2875	4534	4506	5207	5765	营业税金及附加	105	100	98	120	146
其他流动资产	1927	1363	1326	1629	1869	销售费用	963	529	509	614	699
流动资产合计	11901	11543	11400	13141	14524	管理费用	509	642	643	772	881
固定资产	13429	17560	19364	21105	22854	研发费用	763	934	872	1044	1198
无形资产及其他	769	900	865	830	795	财务费用	392	134	341	388	409
投资性房地产	3170	4106	4106	4106	4106	投资收益	9	(29)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	30	29	29	29	29	资产减值及公允价值变动	173	315	250	150	100
资产总计	29299	34139	35764	39212	42310	其他收入	(1025)	(1358)	(872)	(1044)	(1198)
短期借款及交易性金融负债	2926	6465	7593	8347	8409	营业利润	2319	730	238	1242	2103
应付款项	5779	6852	6845	7877	8745	营业外净收支	(8)	(16)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	2461	2825	2818	3267	3626	利润总额	2311	714	237	1241	2102
流动负债合计	11166	16142	17256	19492	20780	所得税费用	91	(75)	(25)	(130)	(220)
长期借款及应付债券	1078	719	719	719	719	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	543	890	1237	1584	1931	归属于母公司净利润	2220	789	262	1371	2322
长期负债合计	1620	1609	1956	2303	2650	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	12787	17751	19211	21795	23430	净利润	2220	789	262	1371	2322
少数股东权益	6	6	6	5	5	资产减值准备	(62)	121	135	42	40
股东权益	16506	16383	16548	17412	18874	折旧摊销	1158	1188	1546	1904	2147
负债和股东权益总计	29299	34139	35764	39212	42310	公允价值变动损失	(173)	(315)	(250)	(150)	(100)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	392	134	341	388	409
每股收益	1.62	0.57	0.19	1.00	1.69	营运资本变动	379	(640)	595	129	230
每股红利	0.52	0.59	0.07	0.37	0.63	其它	62	(121)	(135)	(42)	(40)
每股净资产	12.02	11.94	12.06	12.69	13.76	经营活动现金流	3584	1021	2153	3254	4598
ROIC	11.56%	4.52%	0%	5%	8%	资本开支	0	(5723)	(3201)	(3501)	(3801)
ROE	13.45%	4.81%	2%	8%	12%	其它投资现金流	54	(3)	0	0	0
毛利率	28%	17%	14%	18%	21%	投资活动现金流	23	(5726)	(3201)	(3501)	(3801)
EBIT Margin	15%	5%	2%	7%	9%	权益性融资	(67)	0	0	0	0
EBITDA Margin	21%	12%	10%	15%	18%	负债净变化	(1296)	(359)	0	0	0
收入增长	7%	1%	-2%	23%	15%	支付股利、利息	(715)	(803)	(97)	(507)	(859)
净利润增长率	33%	-64%	-67%	423%	69%	其它融资现金流	1025	5058	1128	754	62
资产负债率	44%	52%	54%	56%	55%	融资活动现金流	(3065)	2735	1031	247	(797)
股息率	2.4%	2.7%	0.3%	1.7%	2.9%	现金净变动	543	(1970)	(17)	0	0
P/E	13.2	37.2	112.0	21.4	12.6	货币资金的期初余额	3744	4287	2317	2300	2300
P/B	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	货币资金的期末余额	4287	2317	2300	2300	2300
EV/EBITDA	10.7	21.5	25.8	15.1	11.6	企业自由现金流	0	(4068)	(691)	173	1245
						权益自由现金流	0	631	60	498	855

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032