

玲珑轮胎 (601966.SH)

一季度净利润同比扭亏为盈，2023年有望量利双增

买入

核心观点

一季度营收逆势增长，净利润同比扭亏为盈。玲珑轮胎 2023Q1 实现营收 43.85 亿元，同比+0.8%，环比+3.7%，量方面：23Q1 公司轮胎销量 1673 万条，同比+6.5%，环比+4.1%，轮胎销售收入同比+0.4%；价方面：由于市场结构变化+内部产品结构调整，23Q1 公司轮胎价格环比-0.5%，同比-5.7%，在行业下滑（23Q1 乘用车销量同比-7.3%，商用车销量同比-2.9%）背景下营收实现逆势增长；23Q1 公司毛利率为 16.96%，同比+5.9pct，环比+2.4pct；23Q1 归母净利润 2.14 亿元，同比扭亏为盈（22Q1 为-0.92 亿元），环比+183.4%；扣非 1.80 亿元，同比扭亏为盈（22Q1 为-1.63 亿元），环比+152.7%；得益于成本压力缓解+产品结构优化调整，玲珑一季度盈利能力蓄势反转。

成本压力下降叠加终端需求回暖，公司业绩迎来拐点。22 年玲珑营收 170.06 亿元，同比-8.47%，轮胎销量合计 6185 万条，同比-4.4%（22 年玲珑配套收入 41.88 亿元，同比-23.9%，零售收入 125.4 亿元，同比-1.9%）；归母 2.92 亿元，同比-63.0%（泰国工厂净利润 7.98 亿元，同比-28%），扣非 1.79 亿元，同比-72.1%；22 年毛利率 13.6%，同比-3.6pct，净利率 1.7%，同比-2.5pct；22 年国内收入 85.47 亿元，同比-13%，毛利率 5.8%，同比-7.0pct，海外收入 81.80 亿元，同比-3%，毛利率 20.9%，同比-0.8pct；我们认为 22 年公司业绩已筑底，**23 年玲珑有望量利双增**：1) 成本下行：原材料价格回落+海运成本下降；2) 需求回暖：半钢及全钢胎需求复苏；3) 盈利提升：围绕中高端产品+车型+品牌占比三个结构调整提升配套盈利能力。

产能+配套+零售全方位布局，有望进入业绩放量期。1) **产能端**：海外看好欧洲工厂提振整体盈利能力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、品牌渗透及新能源配套推进；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 PCR 产品涨价 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

短期看好成本下降及产品结构调整带来盈利弹性，长期看好玲珑产能+配套+零售三大维度的积累。维持盈利预测，预计 23/24/25 年归母净利润为 13.7/23.2/28.0 亿元，对应 PE 为 24/14/12x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,579	17,006	21,410	24,572	28,136
(+/-%)	1.1%	-8.5%	25.9%	14.8%	14.5%
净利润(百万元)	789	292	1371	2322	2802
(+/-%)	-64.5%	-63.0%	370.0%	69.4%	20.7%
每股收益(元)	0.57	0.20	0.93	1.57	1.90
EBIT Margin	5.4%	2.3%	7.0%	10.1%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	1.5%	7.1%	12.1%	14.6%
市盈率 (PE)	38.3	111.5	23.7	14.0	11.6
EV/EBITDA	21.9	30.9	17.3	12.4	10.6
市净率 (PB)	1.84	1.69	1.69	1.69	1.69

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	22.02 元
总市值/流通市值	32518/32447 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	197.53 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

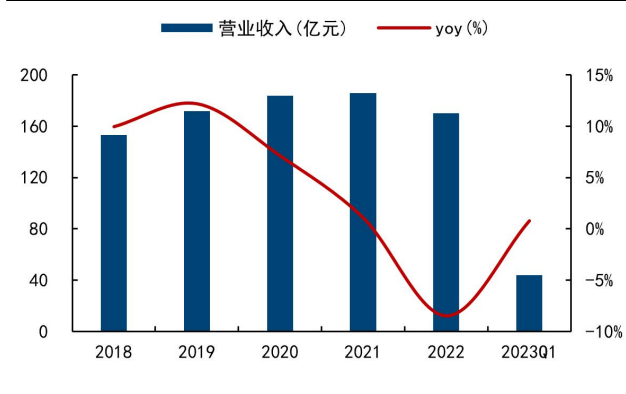
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 成本下降叠加产品结构调整，业绩同比扭亏为盈》——2023-04-11
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 三季度营收环比改善，静待利润端蓄势反转》——2022-10-31
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 盈利能力环比修复，二季度净利润转正》——2022-08-27
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 二季度净利润转正，业绩上行拐点已现》——2022-07-17
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) - 底部已现，下半年有望量利双增》——2022-07-04

公司业绩概览：

2023 年第一季度：玲珑 2023Q1 实现营收 43.85 亿元，同比+0.8%，环比+3.68%，量方面：23Q1 轮胎销量 1673 万条，同比+6.5%，环比+4.1%，轮胎销售收入同比+0.4%；价方面：由于市场结构变化+内部产品结构调整，23Q1 公司轮胎价格环比-0.5%，同比-5.7%，23Q1 公司毛利率为 16.96%，同比+5.9pct，环比+2.4pct；23Q1 归母净利润 2.14 亿元，同比扭亏为盈（22Q1 为-0.92 亿元），环比+183.4%；扣非 1.80 亿元，同比扭亏为盈（22Q1 为-1.63 亿元），环比+152.7%；得益于成本压力缓解+产品结构优化调整，玲珑一季度盈利能力蓄势上行。

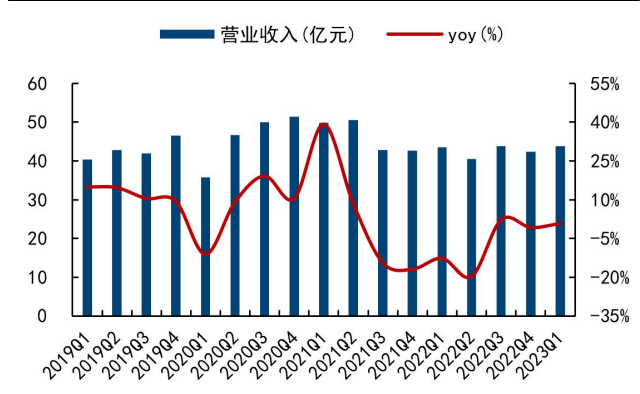
2022 年：22 年玲珑营收 170.06 亿元，同比-8.47%，其中轮胎产品收入 167.27 亿元，同比-8.48%，毛利率为 13.18%，同比-3.73pct，归母 2.92 亿元，同比-63.0%，扣非 1.79 亿元，同比-72.1%；22 年公司整体毛利率 13.6%，同比-3.6pct，净利率 1.7%，同比-2.5pct。

图1：公司营业收入及增速



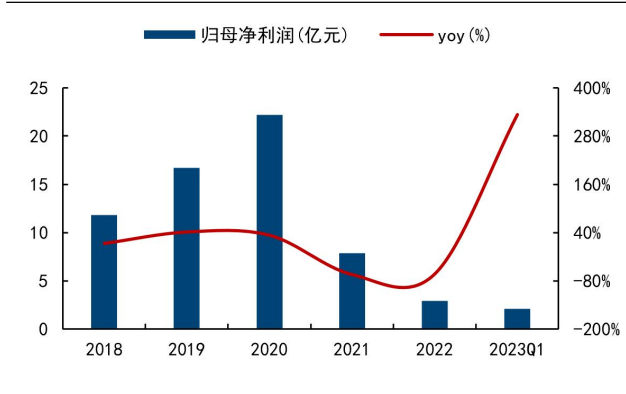
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速



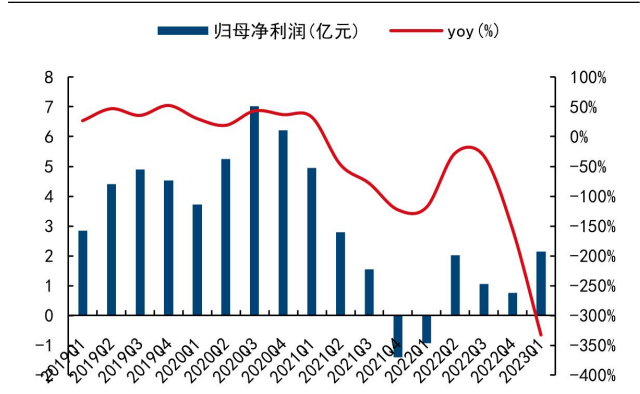
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

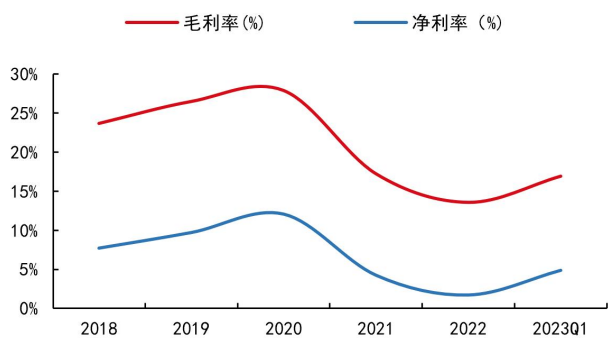
业绩释放的原因：

- **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；

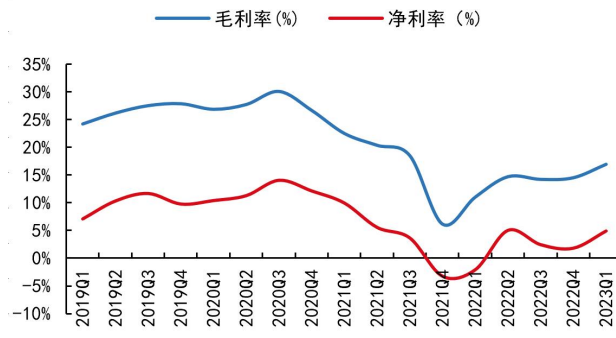
- **终端需求复苏增厚收入**：经济回暖提振终端需求（3月重卡销量同比+26%），轮胎行业需求逐步复苏，2023年第一季度公司轮胎销量同比增长6.47%，销售收入同比增长0.39%。
- **高端化推进提振盈利能力**：公司围绕配套中高端产品占比、中高端车型占比、中高端品牌占比三个结构调整持续改善配套领域盈利能力。

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

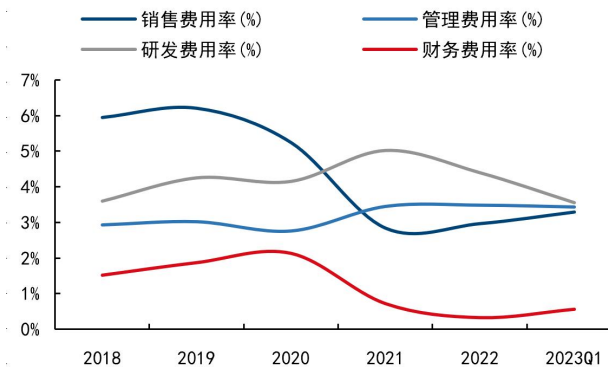
图6：公司单季度毛利率和净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

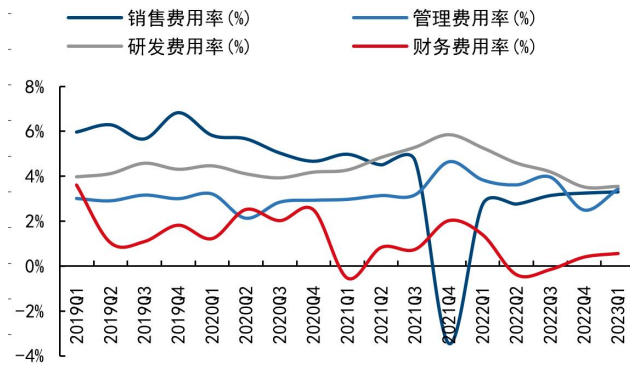
- **费用端公司费用管控能力逐步提升**。2022年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为3.0%/3.5%/4.4%/0.3%，同比+0.1/+0.0/-0.6/-0.4pct，四费率11.2%，同比-0.9pct，其中销售费用变动主要系广告费同比减少所致，研发费率变动主要系材料工装费同比减少所致；2023年第一季度玲珑轮胎销售/管理/研发/财务费用率分别为3.3%/3.4%/3.6%/0.6%，同比分别+0.5/-0.4/-1.7/-0.8pct，环比分别+0.1/+0.9/0.0/+0.2pct。

图7：四项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：单季度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；

22&23Q1 核心经营数据梳理：

产品销售/单价/库存：2022年玲珑轮胎产量6571万条，同比-6.5%（其中半钢降低2.08%，全钢降低29.37%，斜交胎增长4.36%），销量6185万条，同比-4.4%，库存1110万条，同比+19.5%；2023年一季度由于市场结构变化及公司内部产品结构的调整，第一季度公司轮胎产品的价格环比2022年第四季度降低0.50%，同比2022年第一季度降低5.72%；2023年第一季度公司轮胎销量同比增长6.47%，销售收入同比增长

0.39%。

出口&国内销售情况:2022年公司国内销售收入85.47亿元,同比-13.0%,毛利率5.82%,同比-6.98pct,出口及海外销售收入81.80亿元,同比-3.21%,毛利率20.87%,同比-0.82pct。

配套&零售情况:2022年公司配套渠道收入41.88亿元,同比-23.85%,零售渠道收入为125.39亿元,同比-1.86%。

泰国工厂情况:2022年公司泰国工厂主营业务收入418911万元,同比-10.95%,净利润79819万元,同比-27.69%,净利率19.05%,同比-4.41pct(其中泰国工厂22H1实现营收233755万元,净利润52505万元,净利率22.46%)。

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							
		产量(万条)	销量(万条)	收入(万元)	均价(元)	均价同比	销量同比
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%
Q4	轮胎	1680	1602	415228	259	1.20%	-1.36%
2023							
Q1	轮胎	1711	1673	431347	258	-5.72%	6.47%

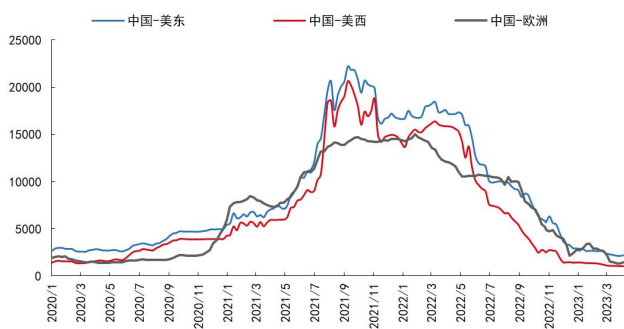
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

轮胎相关指数数据更新:

原材料&海运费: 成本端压力持续缓解

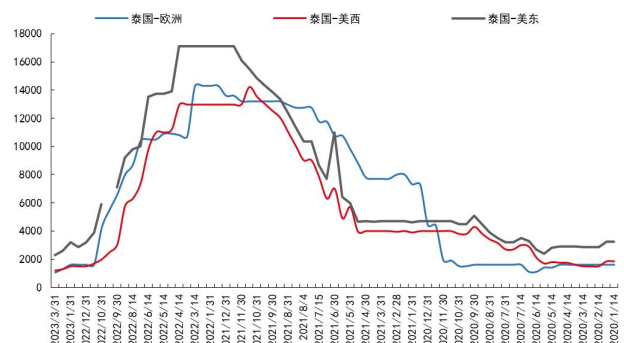
海运费: 海运费持续下行, 已经接近底部。截至 2023 年 4 月 2 日数据, 中国到美东/美西/欧洲的海运费价格较 3 月初分别-10.5%/-6.1%/-38.3%, 相较于 2023 年 1 月初分别-27.6%/-27.2%/-51.0%, 相较于去年同期分别-88.1%/-93.6%/-88.9%; 截至 3 月 31 日数据, 泰国(尺寸 40)到美东/美西/欧洲的海运费价格较于年初分别-34.4%/-20.0%/-28.1%, 较去年同期分别-90.2%/-90.8%/-86.6%。

图9: 我国出口集装箱运费(美元/FEU)



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图10: 泰国出口集装箱运费(美元/FEU)



资料来源: TNSC, 国信证券经济研究所整理

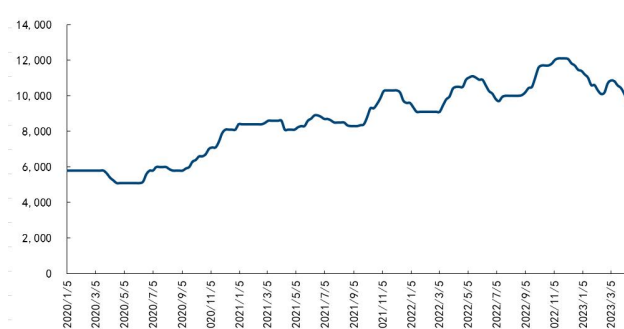
原材料: 原材料价格整体回落。截至 23 年 3 月 31 日数据, 天然橡胶(SCRWF; 山东)均价为 11600 元/吨, 相较于月初-3.7%, 较年初-6.1%, 较去年同期-12.5%; 合成橡胶(大庆 BR9000; 中油华北)均价为 11100 元/吨, 相较于月初-5.1%, 较年初+12.1%, 较去年同期-20.1%; 截至 23 年 4 月 2 日数据, 碳黑(N550; 华东地区)均价为 10120 元/吨, 相较于月初-6.8%, 较年初-11.2%, 较去年同期-2.7%。

图11: 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

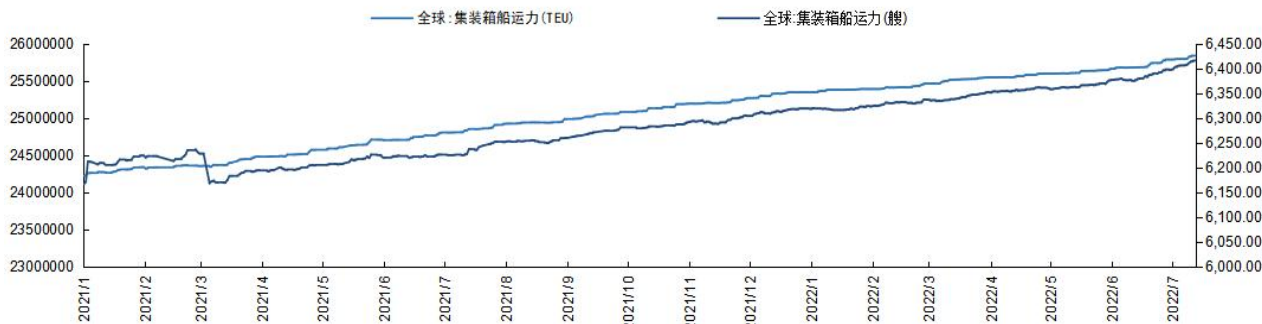
图12: 碳黑价格走势(元/吨)(华东地区; N550)



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13: 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

玲珑轮胎作为国产半钢胎龙头，我们认为短期看成本压力缓解+国内需求复苏+欧洲工厂带来的盈利弹性+泰国工厂稳定增利；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14: 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15: 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

表2: 玲珑轮胎全钢与半钢产能数据 (万条)

主要厂区或项目	设计产能	达产产能	产能利用率	在建产能预计完成时间
招远乘用及轻卡胎	3000	3000	92	
招远卡客车胎	585	585	56	
招远非公路胎	25	25	65	
德州乘用及轻卡胎	1000	700	85	
德州卡客车胎	320	220	76	扩建 120 万套/年产能完工时间为 2023 年
泰国乘用及轻卡胎	1500	1500	61	
泰国卡客车胎	220	220	89	
广西非公路胎	6	6	103	
广西乘用及轻卡胎	1000	1000	93	
广西卡客车胎	200	200	31	
湖北乘用及轻卡胎	1200	700	71	三期半钢产能完工时间为 2023 年
湖北卡客车胎	240	180	31	
吉林乘用及轻卡胎	1200			一期半钢产能完工时间为 2023 年
吉林卡客车胎	200	100	21	
塞尔维亚乘用及轻卡胎	1200			2023 年试生产
塞尔维亚卡客车胎	160			2023 年批量投产
合计	12056	8436	78	

资料来源: 公司公告, 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 16: 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

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19: 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20: 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21: 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22: 玲珑 SportMaster 在项目测试中获得第七名

tire make		braking distance in m			
		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	95YCA67	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	95YCA67	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”、“EVOLUXX”、“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 23: 玲珑入围中国制造业上市公司价值 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 24: 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。

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

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”+“阿特拉斯车友之家”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。

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，维持盈利预测，预计 23/24/25 年归母净利润为 13.7/23.2/28.0 亿元，对应 PE 为 24/14/12x，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
			20230501	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E			
600660.SH	福耀玻璃	886	33.95	1.82	1.89	2.27	19	18	15	买入		
601799.SH	星宇股份	313	109.45	3.30	4.37	5.61	33	25	20	买入		
601058.SH	赛轮轮胎	315	10.27	0.43	0.67	0.89	24	15	12	-		
	平均						25	19	15			
601966.SH	玲珑轮胎	325	22.02	0.20	0.93	1.57	110	24	14	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)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2317	2945	3000	2300	2500	营业收入	18579	17006	21410	24572	28136
应收款项	3297	3146	3930	4309	6167	营业成本	15372	14691	17539	19448	21583
存货净额	4534	4472	5248	5732	6883	营业税金及附加	100	82	103	123	141
其他流动资产	1363	952	2141	2457	2814	销售费用	529	505	623	676	774
流动资产合计	11543	11549	14351	14828	18395	管理费用	642	594	712	797	938
固定资产	17560	20902	23064	24603	26072	研发费用	934	748	927	1044	1210
无形资产及其他	900	932	896	859	823	财务费用	134	56	470	582	718
投资性房地产	4106	3924	3924	3924	3924	投资收益	(29)	(7)	(8)	(8)	(10)
长期股权投资	29	75	75	75	75	资产减值及公允价值变动	315	306	220	220	100
资产总计	34139	37382	42309	44290	49289	其他收入	(1358)	(1221)	(927)	(1044)	(1210)
短期借款及交易性金融负债	6465	6895	10293	11124	15510	营业利润	730	157	1248	2114	2864
应付款项	6852	5557	6342	6926	6883	营业外净收支	(16)	(0)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	2825	2504	2957	3232	3597	利润总额	714	157	1247	2113	2863
流动负债合计	16142	14956	19592	21282	25991	所得税费用	(75)	(135)	(125)	(211)	57
长期借款及应付债券	719	1998	1998	1998	1998	少数股东损益	(0)	0	1	2	3
其他长期负债	890	1180	1471	1762	2052	归属于母公司净利润	789	292	1371	2322	2802
长期负债合计	1609	3179	3469	3760	4050	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	17751	18134	23061	25041	30041	净利润	789	292	1371	2322	2802
少数股东权益	6	6	6	6	6	资产减值准备	121	(1)	180	43	34
股东权益	16383	19242	19242	19242	19242	折旧摊销	1188	1250	1715	2175	2435
负债和股东权益总计	34139	37382	42309	44290	49289	公允价值变动损失	(315)	(306)	(220)	(220)	(100)
						财务费用	134	56	470	582	718
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(640)	(521)	(1040)	15	(2719)
每股收益	0.57	0.20	0.93	1.57	1.90	其它	(121)	1	(180)	(43)	(34)
每股红利	0.59	0.27	0.93	1.57	1.90	经营活动现金流	1021	715	1826	4292	2417
每股净资产	11.94	13.03	13.03	13.03	13.03	资本开支	0	(4863)	(3801)	(3501)	(3801)
ROIC	4.52%	2.64%	4%	7%	8%	其它投资现金流	(3)	(2)	2	0	0
ROE	4.81%	1.52%	7%	12%	15%	投资活动现金流	(2)	(4910)	(3799)	(3501)	(3801)
毛利率	17%	14%	18%	21%	23%	权益性融资	(277)	2385	0	0	0
EBIT Margin	5%	2%	7%	10%	12%	负债净变化	(359)	1279	0	0	0
EBITDA Margin	12%	10%	15%	19%	21%	支付股利、利息	(803)	(401)	(1371)	(2322)	(2802)
收入增长	1%	-8%	26%	15%	15%	其它融资现金流	(388)	682	3399	831	4386
净利润增长率	-64%	-63%	370%	69%	21%	融资活动现金流	(2989)	4823	2028	(1491)	1584
资产负债率	52%	49%	55%	57%	61%	现金净变动	(1970)	628	55	(700)	200
股息率	2.5%	1.2%	4.2%	7.1%	8.6%	货币资金的期初余额	4287	2317	2945	3000	2300
P/E	38.3	111.5	23.7	14.0	11.6	货币资金的期末余额	2317	2945	3000	2300	2500
P/B	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7	企业自由现金流	0	(3413)	(1469)	1421	(664)
EV/EBITDA	21.9	30.9	17.3	12.4	10.6	权益自由现金流	0	(1452)	1413	1612	3018

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