

玲珑轮胎 (601966.SH)

二季度净利润同比增长 51%-90%，下半年有望量利双增

买入

核心观点

二季度归母净利润同比增长 51%-90%。玲珑轮胎预计 2023 年上半年归母净利润 5.2-6.0 亿元，同比增加 373%-445%；预计上半年扣非净利润 4.9-5.3 亿元，同比增加 4800%-5200%；拆季度来看，预计 2023 年第二季度归母净利润为 3.06-3.86 亿元，同比增长 50.7%-90.1%，预计 2023 年第二季度扣非净利润为 3.1-3.5 亿元，同比增长 78.2%-101.1%，我们预计，得益于成本下降以及需求持续回暖，公司业绩得以持续增长。

成本压力下降叠加终端需求回暖，公司业绩持续释放。需求方面：据中汽协，6 月汽车销量 262.2 万辆，环比增长 10.1%，同比增长 4.8%，1-6 月汽车销量 1323.9 万辆，同比增长 9.8%，叠加节假日出行+高温天气持续催化轮胎需求，同时海外市场需求持续修复（1-5 月轮胎出口 77 万吨，同比增长 11.5%）；开工率方面：23H1 轮胎企业平均开工率为 58.3%，同比上涨 19.5%，23Q2 由于原材料价格小幅下降，订单充裕，半钢胎开工率达 71%；成本方面：原材料价格（二季度炭黑价格持续下降，橡胶价格小幅下降）和海运费持续回落；玲珑自身方面：1）积极开拓市场，产品销量实现较快增长，23H1 销量同比增长 23.2%，其中毛利较高的半钢胎同比增长 28.1%；2）持续推进降本增效，并在配套市场持续围绕开展三个中高端结构（产品+车型+品牌）调整，盈利能力持续提升，玲珑二季度业绩持续释放。

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（国内工厂预计新增半钢产能 600 万条，其中长春 400 万条、荆门及德州各 100 万条），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；4）**产品端**：在材料创新、工艺创新、产品创新方面走在行业前列；后续随海外需求回暖以及价格传导落地增厚利润，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 25/15/12x，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)	40.7	118.5	25.2	14.9	12.3
EV/EBITDA	22.8	32.2	17.9	12.8	10.9
市净率 (PB)	1.96	1.80	1.80	1.80	1.80

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

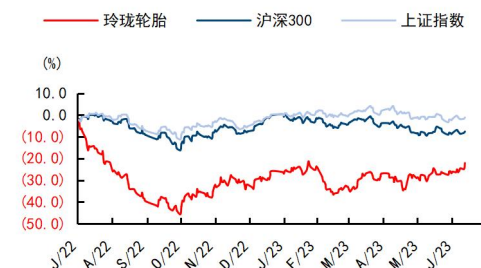
tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.41 元
总市值/流通市值	34570/34495 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	224.32 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

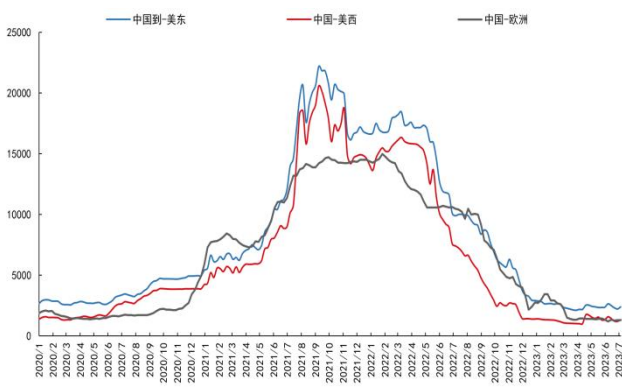
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) —— 一季度净利润同比扭亏为盈，2023 年有望量利双增》——2023-05-03
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) —— 成本下降叠加产品结构调整，业绩同比扭亏为盈》——2023-04-11
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) —— 三季度营收环比改善，静待利润端蓄势反转》——2022-10-31
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) —— 盈利能力环比修复，二季度净利润转正》——2022-08-27
- 《玲珑轮胎 (601966.SH) —— 二季度净利润转正，业绩上行拐点已现》——2022-07-17

公司业绩概览及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

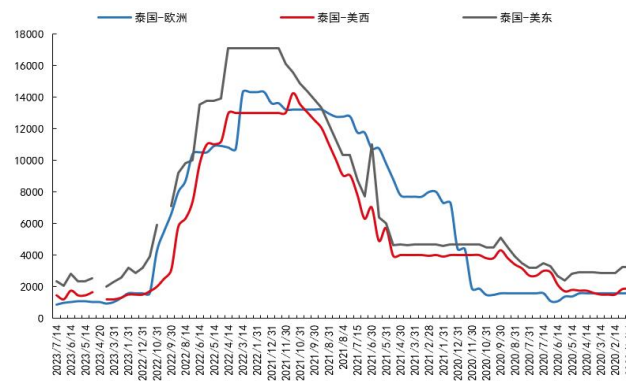
截至 2023 年 7 月 9 日数据, 中国到美东/美西/欧洲的海运费价格较 2023 年 Q2 初分别+13.3%/+31.1%/-3.3%, 相较于 2023 年 1 月初分别-18.0%/-4.6%/-52.6%, 相较于去年同期分别-76.0%/-82.2%/-87.6%; 截至 2023 年 7 月 14 日数据, 泰国(尺寸 40)到美东/美西/欧洲的海运费价格较 2023 年 Q2 初分别+2.2%/+20.8%/-15.8%, 相较于 2023 年 1 月初分别-26.6%/-3.3%/-44.8%, 相较于去年同期分别-76.5%/-80.4%/-91.5%。

图1: 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2: 泰国出口集装箱运费(美元/FEU)

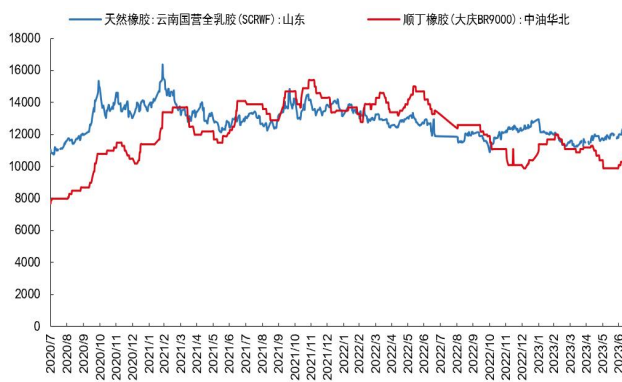


资料来源: TNSC, 国信证券经济研究所整理

原材料: 原材料价格整体回落

截至 2023 年 7 月 10 日数据, 天然橡胶(SCRWF; 山东)均价为 12300 元/吨, 相较于 2023Q2 初+6.0%, 相较于 2023 年年初-0.4%, 相较于去年同期-2.8%; 合成橡胶(大庆 BR9000; 中油华北)均价为 10500 元/吨, 相较于 2023Q2 初-5.4%, 相较于 2023 年年初+6.1%, 相较于去年同期-24.5%。截至 2023 年 7 月 9 日数据, 炭黑(N550; 华东地区)均价为 8600 元/吨, 相较于 2023Q2 初-17.3%, 相较于 2023 年年初-24.6%, 相较于去年同期-11.3%。

图3: 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4: 炭黑价格走势(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。

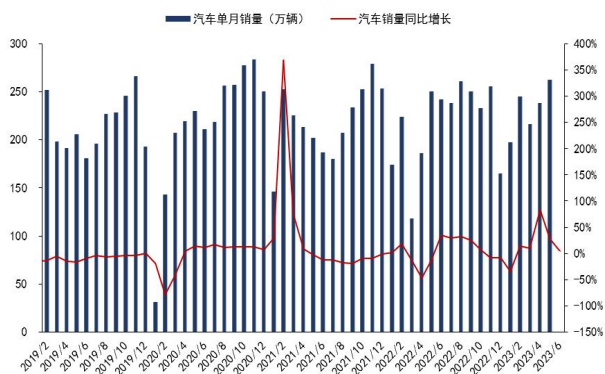
图5：全球集装箱船运力情况（TEU）（艘）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

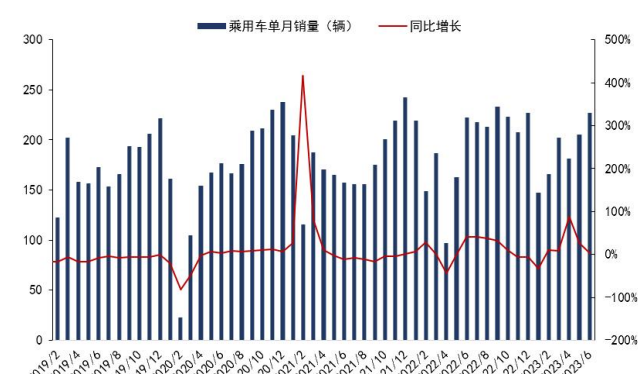
6月汽车销量环比增长10%。根据中汽协数据，6月汽车产销分别完成256.1万辆和262.2万辆，环比分别+9.8%和+10.1%，同比分别+2.5%和+4.8%。6月乘用车产销分别完成221.9万辆和226.8万辆，环比分别+10.4%和+10.6%，同比分别-0.9%和+2.1%。6月商用车产销分别完成34.2万辆和35.5万辆，环比分别+6.3%和+7.3%；同比分别+31.3%和+26.3%。6月新能源汽车产销分别完成78.4万辆和80.6万辆，同比分别+32.8%和+35.2%，市场占有率达到30.7%。其中，插电式混合动力汽车产销量首创历史新高。

图6：2019年1月-2023年6月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

图7：2019年1月-2023年6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

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8：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9：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1：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	扩建 120 万套/年产能完工时间为 2023 年
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	三期半钢产能完工时间为 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	一期半钢产能完工时间为 2023 年
广西卡客车胎	200	200	31	
湖北乘用及轻卡胎	1200	700	71	
湖北卡客车胎	240	180	31	
吉林乘用及轻卡胎	1200			2023 年试生产 2023 年批量投产
吉林卡客车胎	200	100	21	
塞尔维亚乘用及轻卡胎	1200			
塞尔维亚卡客车胎	160			
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 10: 玲珑轮胎“7+5”长期战略



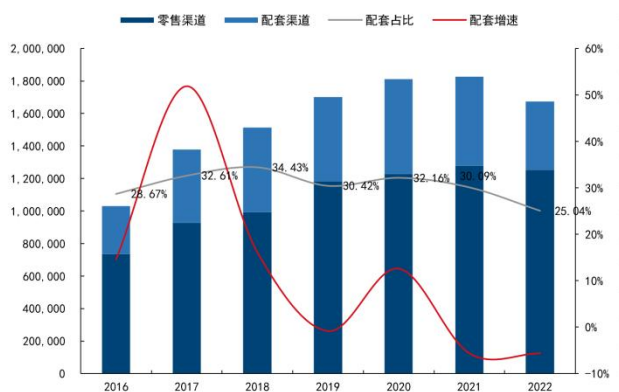
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

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 11: 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 12: 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

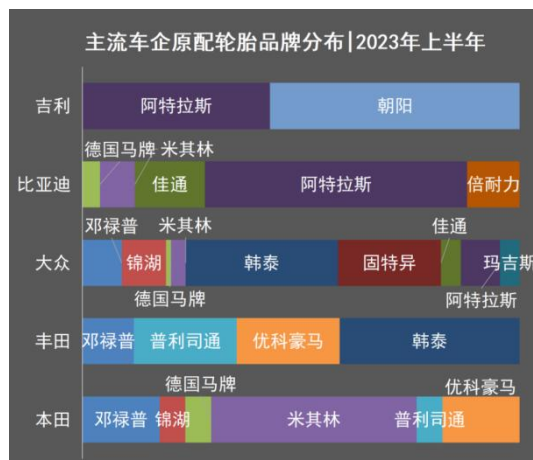
配套拉动效应有望在未来持续兑现。轮胎作为整车较少具有品牌标识的汽车零部件具有较强的品牌属性以及用户黏度。替换市场中每辆家用乘用车平均 4-5 年需更换, 商用车以及非公路车的替换系数更高。根据米其林整理的全球各大地区的轮胎协会发布的数据显示, 2021 年度全球配套与替换市场比例为 1:3-4, 玲珑目前该比例为 1:1 (国内, 截至 2021 年年报)。随公司技术实力 (研发投入占比行业领先) 带来产品力的提升, 叠加公司短期“承压”式开拓配套客户, 玲珑轮胎通过配套拉动效应以及高性价比优势在替换市场仍具较大上升空间。

图 13: 玲珑轮胎配套轮胎销量 (万条)



资料来源: 轮胎商业, 国信证券经济研究所整理

图 14: 玲珑轮胎配套客户



资料来源: 轮胎商业, 国信证券经济研究所整理

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 15: 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 16: 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、缺气保用、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 17: 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 18: 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 P24	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”、“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 19：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 20：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 2：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

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。

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 25/15/12x，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
			20230711	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
600660.SH	福耀玻璃	940	36.01	1.82	1.89	2.27	20	19	16	买入
601799.SH	星宇股份	382	133.88	3.30	4.37	5.61	41	31	24	买入
601058.SH	赛轮轮胎	358	11.70	0.43	0.62	0.82	27	19	14	-
	平均						29	23	18	
601966.SH	玲珑轮胎	346	23.41	0.20	0.93	1.57	119	25	15	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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	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	2.3%	1.2%	4.0%	6.7%	8.1%	货币资金的期初余额	4287	2317	2945	3000	2300
P/E	40.7	118.5	25.2	14.9	12.3	货币资金的期末余额	2317	2945	3000	2300	2500
P/B	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	企业自由现金流	0	(3413)	(1469)	1421	(664)
EV/EBITDA	22.8	32.2	17.9	12.8	10.9	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