



## 买入（维持）

所属行业：化工

当前价格(元)：18.61

### 证券分析师

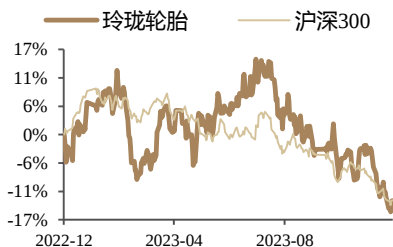
李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M    | 2M    | 3M     |
|-----------|-------|-------|--------|
| 绝对涨幅(%)   | -9.79 | -4.87 | -14.78 |
| 相对涨幅(%)   | -4.11 | -0.57 | -4.04  |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《玲珑轮胎(601966.SH)：业绩延续修复趋势，海外基地稳步推进》，2023.9.23
- 《玲珑轮胎(601966.SH)：国产轮胎领军企业，打造全球一流品牌》，2023.8.8

# 玲珑轮胎（601966.SH）：轮胎销量同比高增，全球化布局稳步推进

## 投资要点

- 事件：**10 月 24 日，公司发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度公司实现营业收入 145.30 亿元，同比增长 13.72%；实现归母净利润 9.60 亿元，同比增长 343.88%；实现扣非后归母净利润 8.91 亿元，同比增长 725.32%。
- 受益轮胎海内外需求复苏，公司三季度轮胎销量同比高增。**随着经济复苏、下游需求回暖，轮胎海内外需求有显著复苏。海外需求方面，中国轮胎出口量有显著修复。根据海关总署及 Wind 数据，2023 年 1-11 月中国新的充气橡胶轮胎出口数量为 5.64 亿条，较 2022 年同期同比增长 11.4%。内需方面，根据米其林半年报数据，2023 年上半年中国乘用车及轻卡轮胎配套需求增长 6%、替换需求增长 16%；卡车轮胎配套需求增长 18%、替换需求增长 19%。玲珑轮胎作为国内轮胎头部企业，充分受益于轮胎行业需求回暖趋势。2023 年三季度公司轮胎销量 1936.15 万条，销量同比增长 16.47%，带动公司销售收入同比增长 21.26%。
- 产品价格上涨、原材料压力缓解，公司盈利改善显著。**2023 年前三季度公司销售毛利率为 19.70%，销售净利率为 6.60%，分别较 2022 年同期同比增长 6.39、4.91pct，公司盈利改善显著。我们认为公司盈利能力提升主要得益于：1) 公司产品价格上涨：23 年三季度公司轮胎产品的价格环比 2023 年第二季度提升 7.74%，同比 2022 年第三季度提升 4.20%。2) 原材料成本压力减小：根据百川盈孚数据，2023 年 1-9 月天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶、炭黑平均价格分别为 12085、11379、11783、9156 元/吨，分别相较于 2022 年同期同比下降 5.8%、17.5%、3.9%、4.9%，得益于原材料价格显著下调，轮胎原材料成本有下降。
- 海外基地稳步推进。**公司持续推进“7+5”战略，即在国内布局 7 个工厂，海外布局 5 个工厂。目前，公司在中国拥有招远、德州、柳州、荆门、长春 5 个生产基地，在海外泰国、塞尔维亚建设了 2 个生产基地。2023 年 5 月，塞尔维亚工厂取得一期 120 万条卡车胎的试用许可，未来随着产品的发货，有望成为公司产销售收入增长以及利润增长的新引擎。
- 投资建议。**随着轮胎行业景气度提升，我们看好轮胎龙头企业的长期成长性。我们预计 2023-2025 年公司每股收益分别为 0.85、1.33、1.59 元，对应 PE 分别为 21.82、14.04、11.73，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期，项目建设进度不及预期，产品价格波动风险。

### 股票数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股)：     | 1,473.52    |
| 流通 A 股(百万股)：  | 1,473.52    |
| 52 周内股价区间(元)： | 17.69-24.13 |
| 总市值(百万元)：     | 26,759.17   |
| 总资产(百万元)：     | 41,775.74   |
| 每股净资产(元)：     | 13.85       |

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

|             | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 18,579 | 17,006 | 21,564 | 26,001 | 30,845 |
| (+/-)YOY(%) | 1.1%   | -8.5%  | 26.8%  | 20.6%  | 18.6%  |
| 净利润(百万元)    | 789    | 292    | 1,257  | 1,954  | 2,338  |
| (+/-)YOY(%) | -64.5% | -63.0% | 331.0% | 55.4%  | 19.7%  |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.58   | 0.20   | 0.85   | 1.33   | 1.59   |
| 毛利率(%)      | 17.3%  | 13.6%  | 17.8%  | 19.1%  | 19.2%  |
| 净资产收益率(%)   | 4.8%   | 1.5%   | 6.2%   | 8.8%   | 9.5%   |

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

| 主要财务指标    | 2022   | 2023E  | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|
| 每股指标(元)   |        |        |       |       |
| 每股收益      | 0.20   | 0.85   | 1.33  | 1.59  |
| 每股净资产     | 13.06  | 13.85  | 15.11 | 16.64 |
| 每股经营现金流   | 0.10   | 2.54   | 3.21  | 3.74  |
| 每股股利      | 0.06   | 0.06   | 0.06  | 0.06  |
| 价值评估(倍)   |        |        |       |       |
| P/E       | 102.40 | 21.82  | 14.04 | 11.73 |
| P/B       | 1.57   | 1.34   | 1.23  | 1.12  |
| P/S       | 1.62   | 1.27   | 1.05  | 0.89  |
| EV/EBITDA | 24.61  | 8.25   | 6.55  | 5.67  |
| 股息率%      | 0.3%   | 0.3%   | 0.3%  | 0.3%  |
| 盈利能力指标(%) |        |        |       |       |
| 毛利率       | 13.6%  | 17.8%  | 19.1% | 19.2% |
| 净利润率      | 1.7%   | 5.8%   | 7.5%  | 7.6%  |
| 净资产收益率    | 1.5%   | 6.2%   | 8.8%  | 9.5%  |
| 资产回报率     | 0.8%   | 3.1%   | 4.5%  | 5.0%  |
| 投资回报率     | 1.4%   | 5.1%   | 7.2%  | 8.0%  |
| 盈利增长(%)   |        |        |       |       |
| 营业收入增长率   | -8.5%  | 26.8%  | 20.6% | 18.6% |
| EBIT 增长率  | -74.4% | 638.8% | 46.7% | 16.2% |
| 净利润增长率    | -63.0% | 331.0% | 55.4% | 19.7% |
| 偿债能力指标    |        |        |       |       |
| 资产负债率     | 48.5%  | 49.4%  | 48.5% | 47.6% |
| 流动比率      | 0.8    | 0.8    | 0.8   | 0.9   |
| 速动比率      | 0.4    | 0.4    | 0.4   | 0.5   |
| 现金比率      | 0.2    | 0.1    | 0.1   | 0.1   |
| 经营效率指标    |        |        |       |       |
| 应收帐款周转天数  | 57.3   | 57.3   | 57.3  | 57.3  |
| 存货周转天数    | 111.1  | 111.1  | 111.1 | 111.1 |
| 总资产周转率    | 0.5    | 0.5    | 0.6   | 0.7   |
| 固定资产周转率   | 1.3    | 1.6    | 2.0   | 2.5   |

| 现金流量表(百万元) | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润        | 292    | 1,257  | 1,954  | 2,338  |
| 少数股东损益     | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 非现金支出      | 1,542  | 2,614  | 2,857  | 3,119  |
| 非经营收益      | -84    | 350    | 343    | 317    |
| 营运资金变动     | -1,603 | -481   | -421   | -260   |
| 经营活动现金流    | 146    | 3,741  | 4,735  | 5,516  |
| 资产         | -3,481 | -4,402 | -3,607 | -4,234 |
| 投资         | -68    | 3      | -1     | -5     |
| 其他         | -244   | -9     | -10    | -12    |
| 投资活动现金流    | -3,792 | -4,408 | -3,619 | -4,252 |
| 债权募资       | 2,318  | 142    | -724   | -878   |
| 股权募资       | 2,385  | -3     | 0      | 0      |
| 其他         | -638   | -416   | -403   | -374   |
| 融资活动现金流    | 4,065  | -277   | -1,128 | -1,252 |
| 现金净流量      | 511    | -945   | -12    | 12     |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 25 日  
资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

| 利润表(百万元)    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入       | 17,006 | 21,564 | 26,001 | 30,845 |
| 营业成本        | 14,691 | 17,722 | 21,043 | 24,910 |
| 毛利率%        | 13.6%  | 17.8%  | 19.1%  | 19.2%  |
| 营业税金及附加     | 82     | 104    | 125    | 148    |
| 营业税金率%      | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.5%   |
| 营业费用        | 505    | 591    | 671    | 808    |
| 营业费用率%      | 3.0%   | 2.7%   | 2.6%   | 2.6%   |
| 管理费用        | 594    | 731    | 837    | 1,024  |
| 管理费用率%      | 3.5%   | 3.4%   | 3.2%   | 3.3%   |
| 研发费用        | 748    | 948    | 1,144  | 1,425  |
| 研发费用率%      | 4.4%   | 4.4%   | 4.4%   | 4.6%   |
| EBIT        | 213    | 1,576  | 2,312  | 2,686  |
| 财务费用        | 56     | 253    | 255    | 225    |
| 财务费用率%      | 0.3%   | 1.2%   | 1.0%   | 0.7%   |
| 资产减值损失      | -289   | -10    | -10    | -10    |
| 投资收益        | -7     | -9     | -10    | -12    |
| 营业利润        | 157    | 1,324  | 2,059  | 2,462  |
| 营业外收支       | -0     | -0     | -1     | 0      |
| 利润总额        | 157    | 1,324  | 2,058  | 2,462  |
| EBITDA      | 1,471  | 4,180  | 5,159  | 5,795  |
| 所得税         | -135   | 66     | 103    | 123    |
| 有效所得税率%     | -86.3% | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 少数股东损益      | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 归属母公司所有者净利润 | 292    | 1,257  | 1,954  | 2,338  |

| 资产负债表(百万元) | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金       | 2,945  | 2,000  | 1,988  | 2,000  |
| 应收账款及应收票据  | 3,108  | 3,942  | 4,753  | 5,638  |
| 存货         | 4,472  | 5,393  | 6,404  | 7,582  |
| 其它流动资产     | 1,024  | 1,410  | 1,820  | 2,125  |
| 流动资产合计     | 11,549 | 12,744 | 14,965 | 17,345 |
| 长期股权投资     | 75     | 75     | 75     | 75     |
| 固定资产       | 13,200 | 13,080 | 12,727 | 12,297 |
| 在建工程       | 7,702  | 9,582  | 10,652 | 12,161 |
| 无形资产       | 932    | 963    | 995    | 1,025  |
| 非流动资产合计    | 25,833 | 27,604 | 28,338 | 29,439 |
| 资产总计       | 37,382 | 40,348 | 43,303 | 46,784 |
| 短期借款       | 6,637  | 6,377  | 5,951  | 5,276  |
| 应付票据及应付账款  | 5,557  | 6,703  | 7,959  | 9,422  |
| 预收账款       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其它流动负债     | 2,762  | 3,275  | 3,831  | 4,476  |
| 流动负债合计     | 14,956 | 16,354 | 17,742 | 19,174 |
| 长期借款       | 1,998  | 2,398  | 2,098  | 1,898  |
| 其它长期负债     | 1,180  | 1,182  | 1,183  | 1,181  |
| 非流动负债合计    | 3,179  | 3,581  | 3,282  | 3,080  |
| 负债总计       | 18,134 | 19,935 | 21,023 | 22,253 |
| 实收资本       | 1,477  | 1,474  | 1,474  | 1,474  |
| 普通股股东权益    | 19,242 | 20,407 | 22,272 | 24,521 |
| 少数股东权益     | 6      | 7      | 8      | 9      |
| 负债和所有者权益合计 | 37,382 | 40,348 | 43,303 | 46,784 |

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

| <b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；<br><b>2. 市场基准指数的比较标准：</b><br>A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 类 别    | 评 级  | 说 明                            |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|------|--------------------------------|
|                                                                                                                                                                                       | 股票投资评级 | 买入   | 相对强于市场表现 20%以上；                |
|                                                                                                                                                                                       |        | 增持   | 相对强于市场表现 5%~20%；               |
|                                                                                                                                                                                       |        | 中性   | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；            |
|                                                                                                                                                                                       |        | 减持   | 相对弱于市场表现 5%以下。                 |
|                                                                                                                                                                                       | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；      |
|                                                                                                                                                                                       |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间； |
|                                                                                                                                                                                       |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。      |

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。