

“7+5”和“3+3”战略剑指全球，业绩具备向上空间

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 轮胎行业需求稳健，中国汽车轮胎市占率呈增长趋势。24H1，全球轮胎销量9.0亿条，同比+2.7%。中国本土企业的轮胎产量占全球轮胎需求量的比例由16年的34.7%增长至23年的44.0%，提升9.3pp。(2) 产品结构调整与优化，盈利水平改善。24H1，公司销售毛利率净利率分别为22.7%/8.9%，同比分别提升4.9/2.8pp，其中净利率连续6个季度环比提升。(3) “7+5”和“3+3”全球战略持续推进，业绩具备向上空间。加码塞尔维亚项目，具有关税和运输优势。非公路轮胎方面，规划产能共计折合33.1万吨/年，达产年预计实现收入100亿元。塞尔维亚工厂以及非公路轮胎大规模投产后，盈利能力有望进一步提升。
- 轮胎行业需求稳健，中国汽车轮胎市占率呈增长趋势。**21-24H1，全球轮胎需求逐步恢复，销量持续增长。据米其林数据，24H1，全球轮胎销量9.0亿条，同比+2.7%。其中，PCR全球配套市场和替换市场同比分别-1%/+4%。中国配套需求+5%，主要系汽车整车产销影响。欧洲替换市场同比+6%、北美和中美洲同比+4%、中国同比+1%。TBR全球配套市场(除中国市场)销量同比-5%，替换市场销量同比+4%。16-23年，中国本土企业的轮胎产量占全球轮胎需求量的比例由16年的34.7%增长至23年的44.0%，提升9.3pp。99-23年，全球轮胎企业前三强市占率由55%左右，下降至23年的39%。
- 产品结构调整与优化，盈利水平改善。**公司通过配套产品结构优化，销售区域优化两大途径，实现盈利能力逐步改善。在配套业务方面，围绕配套中高端品牌、中高端车型、中高端产品占比提升三个结构调整。在销售区域方面，提升海外高利润市场的销售占比。24H1，公司销售毛利率净利率分别为22.7%/8.9%，同比分别提升4.9/2.8pp，其中净利率连续6个季度环比提升。
- “7+5”和“3+3”全球战略持续推进，业绩具备向上空间。**为实现生产全球化，丰富产品结构，公司实行“7+5”战略布局(国内7个工厂，海外5个工厂)和“3+3”非公路轮胎产业布局(国内3个工厂，海外3个工厂)。塞尔维亚项目作为海外第二生产基地，正逐步建成投产，24年8月再次加码，总体规划半钢胎/全钢胎/工程及农业胎分别1200/240/22万条/年，具有关税和运输优势。非公路轮胎方面，截至23年底，玲珑招远/广西产能规模分别为25/14万条/年，吉林生产基地“年产14万套非公路轮胎项目”2022年下半年开始土建施工。“3+3”非公路轮胎全球战略规划，将于2030年前完成，规划产能共计折合33.1万吨/年，达产年预计实现收入100亿元。未来塞尔维亚工厂建成投产以及“3+3”战略全部完成之后，随着产能利用率的提升，整体盈利水平有望进一步的改善，打开25年及未来增量空间。
- 盈利预测与投资建议。**随着公司产品结构调整与优化，“7+5”和“3+3”全球战略持续推进，盈利水平改善，业绩具备向上空间。预计公司2024-2026年归母净利润分别为22.6/27.4/31.6亿元，CAGR为31.5%。给予公司2024年15倍PE，对应目标价22.95元，维持“买入”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动、贸易摩擦、在建项目不及预期、汇率波动等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	201.65	242.34	282.80	306.20
增长率	18.58%	20.18%	16.70%	8.27%
归属母公司净利润(亿元)	13.91	22.59	27.37	31.62
增长率	376.88%	62.5%	21.1%	15.5%
每股收益EPS(元)	0.94	1.53	1.86	2.15
净资产收益率ROE	6.65%	10.10%	11.10%	11.59%
PE	18	11	9	8
PB	1.20	1.13	1.02	0.92

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zllans@swsc.com.cn
联系人: 王金源
电话: 13691013950
邮箱: wangjy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	14.74
流通A股(亿股)	14.74
52周内股价区间(元)	15.43-24.29
总市值(亿元)	251.68
总资产(亿元)	440.49
每股净资产(元)	14.41

相关研究

- 玲珑轮胎(601966): 业绩同比大涨, 静待产能持续投放 (2023-10-17)

目 录

1 践行“7+5”战略布局，打造世界一流轮胎企业.....	1
2 轮胎产品需求分化，成本压力或将显现.....	4
2.1 需求端：半钢胎需求稳健向上，非公路蓝海市场.....	4
2.1.1 半钢胎需求持续旺盛，全钢胎受限于经济疲软.....	7
2.1.2 非公路胎：蓝海市场，出口量提升明显.....	9
2.2 供给端：全球布局持续推进，国内胎企全球份额提升.....	12
2.3 成本端：橡胶价格震荡上行，胎企或面临成本压力.....	14
3 国际化配套+结构调整，公司未来业绩可期.....	17
3.1 业务模式：配套和零售双管齐下，开拓全球轮胎市场.....	17
3.1.1 配套体系持续优化，国际化配套再上新台阶.....	17
3.1.2 零销业务：首创“新零售”模式，海外份额持续提升.....	19
3.2 产能布局：“7+5”和“3+3”全球战略，创国际一流胎企.....	20
3.2.1 “7+5”战略：六大国际化重要一环，构建世界一流轮胎企业.....	20
3.2.2 国内工厂：内部结构调整，业绩持续修复.....	22
3.2.3 海外工厂：泰国关税下降业绩具备向上空间，塞尔维亚放量可期.....	24
3.2.4 “3+3”战略：非公路轮胎产能全面升级，百亿规模未来可期.....	29
3.3 持续夯实产品力，加强品牌建设.....	30
4 财务分析：盈利水平有所回升，货币资金充裕.....	33
4.1 公司经营改善，盈利水平有所回升.....	33
4.2 总资产和存货周转率较高，货币资金充裕.....	35
5 盈利预测与估值.....	36
5.1 盈利预测.....	36
5.2 相对估值.....	37
6 风险提示.....	38

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 2018 年以来公司营业收入及增速.....	2
图 3: 2018 年以来公司归母净利润及增速.....	2
图 4: 2018 年以来公司销量毛利率和净利率.....	2
图 5: 2018 年以来公司分区域销售毛利率 (%).....	2
图 6: 2018-2024H1 公司按业务收入结构.....	3
图 7: 2018-2024H1 公司业务按地区收入结构.....	3
图 8: 公司股权结构 (截至 2024 年 9 月).....	4
图 9: 2015-2024H1 全球汽车轮胎销量.....	5
图 10: 2022 年全球主要国家汽车保有量及千人保有量.....	6
图 11: 中国工程机械当月出口金额.....	10
图 12: 推土机、筑路机、平地机、铲运机等工程机械出口量指数.....	10
图 13: 以重量计非公路出口量.....	10
图 14: 以条数计非公路出口量.....	10
图 15: 非公路出口金额.....	11
图 16: 2024H1 建筑业胎出口量前十大国家.....	11
图 17: 2024H1 农业胎出口量前十大国家.....	11
图 18: 2016-2023 年全球汽车轮胎销量及中国产量占比.....	12
图 19: 1999-2023 年全球 3 强合计市占率.....	12
图 20: 国内轮胎产量 (2 月数据为 1-2 月累计值) 和出口数量.....	12
图 21: 汽车轮胎行业开工率 (%).....	12
图 22: 国外胎企关闭产能部分.....	14
图 23: 橡胶价格走势.....	14
图 24: 炭黑和螺纹钢价格走势.....	14
图 25: 轮胎原材料价格指数.....	15
图 26: 海运费价格指数走势 (点).....	15
图 27: 全球集装箱运力变化趋势.....	15
图 28: 国内头部胎企销售毛利率 (%) 变化趋势.....	16
图 29: 国内头部胎企销售净利率 (%) 变化趋势.....	16
图 30: 轮胎季度毛利率与季度平均原材料价格指数变化关系.....	16
图 31: 左图中的季度平均原材料价格指数平移至下一个季度.....	16
图 32: 公司国内外配套客户.....	17
图 33: 2016-2023 年玲珑轮胎配套业务收入情况.....	18
图 34: 2016-2023 年玲珑轮胎配套业务收入与汽车销量情况.....	18
图 35: 2017 年以来全球新能源汽车销量.....	19
图 36: 2017 年以来全球新能源汽车销量渗透率.....	19
图 37: 我国新能源汽车销量走势.....	19
图 38: 我国新能源乘用车渗透率走势.....	19
图 39: 2016-2023 年玲珑轮胎零售业务收入情况.....	20

图 40: 2016 年以来全球汽车轮胎替换市场销量	20
图 41: 公司“7+5”全球布局示意图	21
图 42: 2016-2024H1 公司主要全资子公司净利润	22
图 43: 2016-2024H1 公司主要全资子公司净利润占比	22
图 44: 2016-2024H1 德州玲珑净利润	23
图 45: 2016-2024H1 德州玲珑轮胎产量	23
图 46: 2016-2024H1 广西玲珑净利润	23
图 47: 2016-2024H1 广西玲珑轮胎产量	23
图 48: 泰国工厂项目发展历程	25
图 49: 2016-2024H1 泰国玲珑净利润	25
图 50: 2016-2024H1 泰国玲珑轮胎产量	25
图 51: 塞尔维亚项目建设进程	27
图 52: 塞尔维亚改扩建项目建设进程	28
图 53: 2022 年以来塞尔维亚工厂营业收入及增速	28
图 54: 2022 年以来塞尔维亚工厂净利润及增速	28
图 55: 巴西、澳大利亚、美国采矿业指数	29
图 56: 中国:用电量:有色金属矿采选业:当月值(万千瓦时)	29
图 57: 公司轮胎销量证书	31
图 58: 公司轮胎新玲珑大师系列	32
图 59: 公司商用车轮胎新玲珑终结者系列	32
图 60: 公司与可比公司毛利率(%)	33
图 61: 公司与可比公司净利率(%)	33
图 62: 公司与可比公司管理费用率(%)	33
图 63: 公司与可比公司研发费用率	33
图 64: 公司与可比公司销售费用率(%)	34
图 65: 公司与可比公司财务费用率(%)	34
图 66: 公司与可比公司期间费用率(%)	34
图 67: 公司与可比公司 ROA(%)	34
图 68: 公司与可比公司 ROE(平均)(%)	34
图 69: 公司与可比公司资产负债率(%)	35
图 70: 公司与可比公司流动比率走势	35
图 71: 公司与可比公司总资产周转率(次)	35
图 72: 公司与可比公司存货周转率(次)	35
图 73: 公司与可比公司货币现金情况(亿元)	36
图 74: 公司与可比公司经营性现金流净额情况(亿元)	36

表 目 录

表 1: 公司主要产品及类别细分	3
表 2: 不同车型轮胎的配套数量和替换周期	5
表 3: 中美及全球汽车产量和轮胎配套需求估算	5
表 4: 2017-2023 年全球汽车轮胎替换销量情况	6
表 5: 2022 年中国、美国、欧洲及全球汽车轮胎替换市场运行情况	7
表 6: 全球及部分主要地区 2019-2024H1 乘用车和轻卡轮胎销量变化情况	7
表 7: 全球及主要地区乘用车和轻型卡车轮胎市场月度销量变化情况	8
表 8: 全球及部分主要地区 2019-2024H1 卡客车轮胎市场销量变化情况	8
表 9: 全球及主要地区卡客车轮胎市场月度销量变化情况 (全球不包括中国)	9
表 10: 国内胎企海外工厂布局 (部分)	13
表 11: 公司产能布局 (万条/年)	21
表 12: 塞尔维亚工厂产品方案表	26
表 13: 项目营业收入情况表	27
表 14: 塞尔维亚工厂追加投资产品方案表	27
表 15: 公司“3+3”非公路产能规划	30
表 16: 分业务收入及毛利率	37
表 17: 可比公司估值 (截至 2024.9.24)	37
附表: 财务预测与估值	39

1 践行“7+5”战略布局，打造世界一流轮胎企业

公司成立于1994年6月，2016年7月在上交所主板上市。公司深耕汽车轮胎配套市场，主营业务为汽车轮胎的设计、开发、制造与销售，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于乘用车、商用车、卡客车以及工程机械车辆等。自成立以来，公司主要品牌有“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”，2024年上半年品牌价值达到981.4亿元，第二十一次荣登品牌价值榜单。

公司发展历程：玲珑轮胎前身为招远利奥，成立于1994年，至今发展为一家集轮胎的设计、开发、制造与销售为一体的技术型轮胎生产企业。发展初期，公司先后研发出半钢子午线轮胎和全钢子午线轮胎。2011年，德州玲珑成立，“制造3+3”战略正式开启。2012年，公司在泰国新建第一个海外工厂，并于两年后全线投产，玲珑轮胎正式开展国际化布局。2016年7月，公司在上交所主板上市。2018年起，公司进一步加速国际化进程，计划在塞尔维亚建立海外第二个制造基地。同年，公司将原战略变更为“5+3”战略，进一步扩大制造规模，开拓轮胎市场。2019年，公司兴建欧洲工厂，兹雷尼亚宁项目。2021年，公司开始实施“7+5”战略。2024年1月，公司自主研发的首条巨型子午胎27.00R49成功下线，完善了非公路轮胎产品体系。

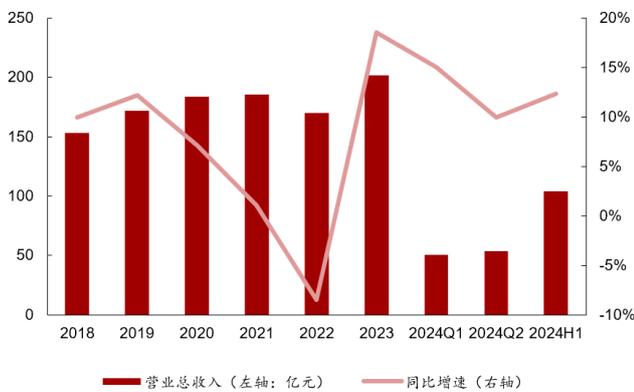
践行“7+5”战略布局，打造世界一流轮胎企业。“7+5”战略即计划在2030年之前打造完成中国7个生产基地，海外5个生产基地。在“7+5”战略布局中，实施“3+3”非公路轮胎产业布局，即在中国3个生产基地、海外3个生产基地均规划非公路轮胎产能。目前，公司在中国拥有招远、德州、柳州、荆门、长春五个生产基地，规划在陕西和安徽建设国内其他两个生产基地。在海外拥有泰国、塞尔维亚两个生产基地，并持续在全球开拓轮胎市场。同时，公司提出“双碳”“智能制造”“新零售3.0”等一系列发展战略，紧跟可持续发展战略，打造轮胎行业全新数字化销售模式，推进企业绿色化、智能化、数字化，以及国际化发展。

图 1：公司发展历程

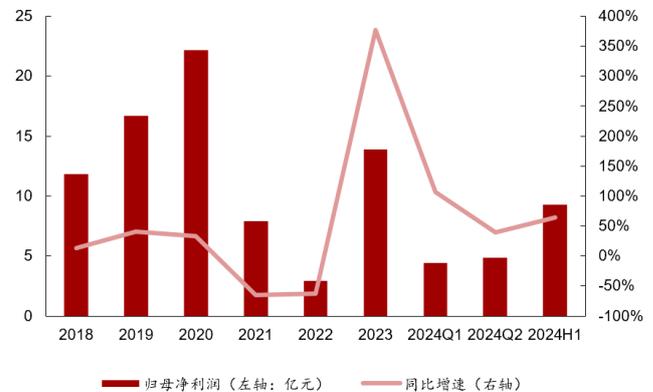


数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业绩情况：2018-2023年，公司营收从153.0亿元增长至201.7亿元，CAGR 5.7%，同期归母净利润从11.8亿元增至13.9亿元，CAGR 3.3%。2021和2022年，轮胎行业上游原材料价格暴涨，海运持续高位导致出口受阻，国内竞争加剧，乘用车缺芯、商用车受国五国六切换销量下滑明显以及贸易摩擦不断，企业成本加剧，营收在2022年有所下滑，净利润连续下滑明显。2023年，经济回升、长期向好，公司对外调整市场结构、对内构建全新产品体系，盈利能力改善。2023年公司实现营收201.7亿元，同比+18.6%；归母净利润13.9亿元，同比+376.9%。2024H1，公司实现营收103.8亿元，同比+12.4%；实现归母净利润9.3亿元，同比+65.0%。其中，2024Q1实现营收50.5亿元，同环比分别+15.1%/-10.5%；实现归母净利润4.4亿元，同环比分别+106.1%/+2.3%；2024Q2实现营收53.4亿元，同环比分别+10.0%/+5.8%，实现归母净利润4.8亿元，同环比分别+39.5%/+9.8%。从2024年半年度业绩环比来看，公司净利润增幅高于营收增幅，进入2024年公司盈利能力改善明显。

图 2：2018 年以来公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2018 年以来公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2023-2024H1 盈利水平回升。2021年主要系海运集装箱紧张，导致海外市场需求旺盛却运输受阻，海运、原材料价格大幅上涨，公司盈利水平下降。2022年末，海运费和原材料成本问题缓解，企业盈利水平开始回升。2024H1，公司销售毛利率净利率分别为22.7%/8.9%，同比分别提升4.9/2.8pp，其中净利率连续6个季度环比提升。分销售区域看，2019-2023年，公司国外销售毛利率均高于国内。2023年，公司国内和国外毛利率分别为14.8%和27.4%。

图 4：2018 年以来公司销量毛利率和净利率

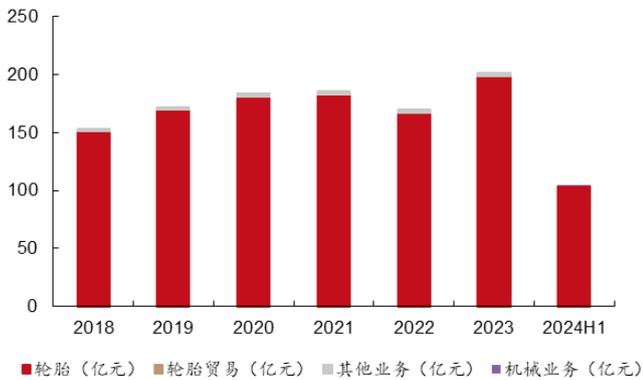

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：2018 年以来公司分区域销售毛利率 (%)

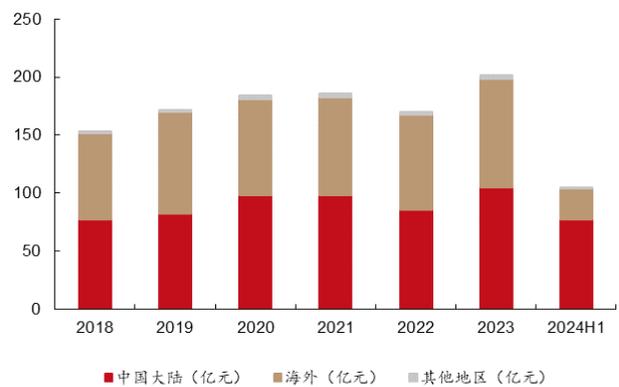

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司主营业务结构：聚焦轮胎业务，配套与零售并行。公司致力于发展轮胎业务，尽管在 2022 年因国内全钢市场需求减弱导致收入有所下滑，但总体上轮胎业务收入保持稳定增长态势。公司采用多元化的销售模式，包括直接销售给主机厂的配套销售、通过经销商代理的间接销售、智慧零售云平台线上商城的门店直供，以及阿特拉斯卡友之家 APP 的司机用户直销。在配套市场方面，公司实施差异化营销策略，为包括大众、奥迪、宝马、通用、福特在内的全球 60 多家主机厂的 200 多个生产基地提供轮胎配套服务。

公司海内外市场并举：自上市以来，公司海内外市场并举，中国大陆市场与海外市场营收规模基本相当，均衡发展。2023 年，公司主营业务在中国大陆的营业收入为 104.7 亿元，在国外市场的营业收入为 94.0 亿元，基本持平。2024H1 大陆及中国香港天成地区的轮胎业务营收为 77.1 亿元，海外地区的轮胎业务营收为 26.5 亿元，机械业务营收为 0.2 亿元。2023 年以来，公司调整市场结构，聚焦中高端配套业务，带来新的利润增长点。公司海外泰国基地关税好转，塞尔维亚的基地正在加速放量，海外业务有望持续增长。

图 6：2018-2024H1 公司按业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：2018-2024H1 公司业务按地区收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产品种类丰富，多元化品牌战略营销。公司主要产品分为乘用车及轻卡子午线轮胎、卡客车子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于乘用车、商用车以及工程机械车辆等。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。

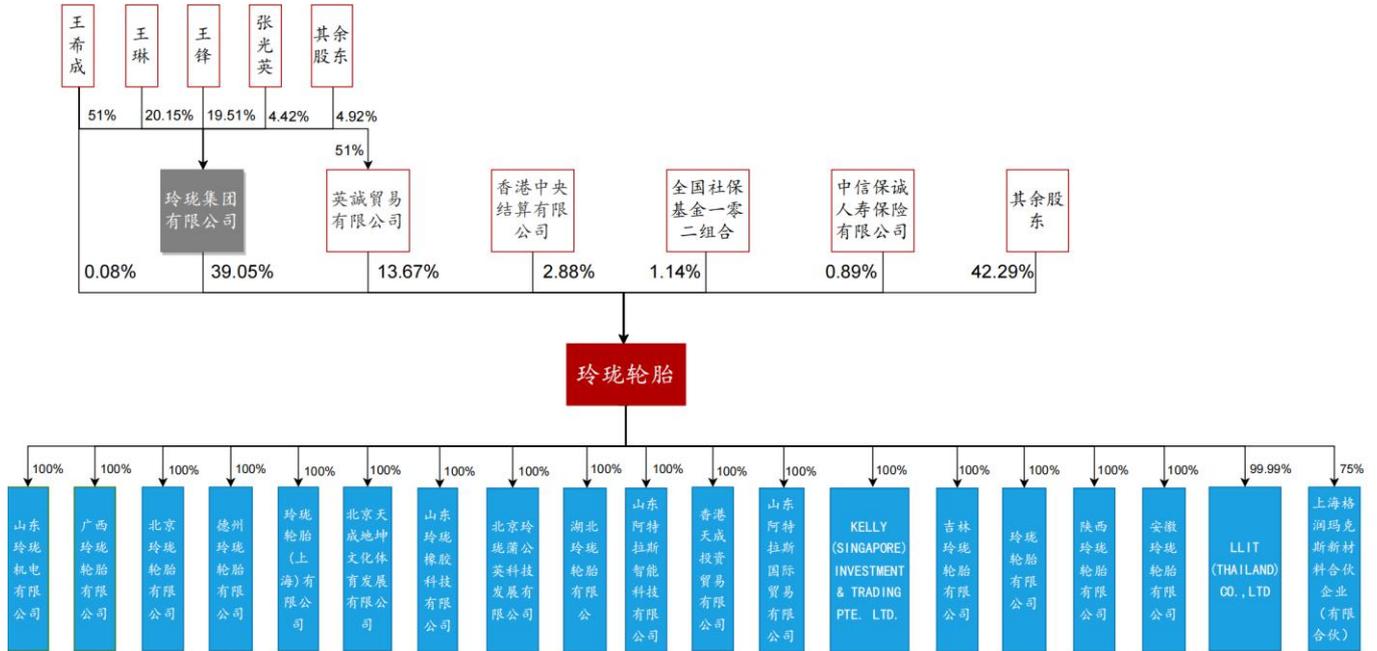
表 1：公司主要产品及类别细分

主要产品	适用场景
半钢子午线轮胎	适用于乘用车、轻卡、小型客车等
全钢子午线轮胎	重卡、大型客车等高承重车辆
非公路轮胎	港口、林场、矿场等工程用车

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构集中，王氏家族为实控人。截至 2024 年 9 月，公司第一大控股股东为玲珑集团有限公司，持股比例为 39.05%。公司第二大股东为英诚贸易有限公司，持有公司 13.67% 的股权，王希成为英诚贸易第一大股東，持股比例 51%。玲珑集团的实际控制人为王氏家族，家族成员包括王希成、张光英、王锋、王琳，其中张光英系其配偶、以及他们的子女王锋和王琳。王氏家族通过玲珑集团和英诚贸易，直接和间接持有公司 52.8% 的股份，为公司的实际控制人。玲珑轮胎旗下有 18 个全资子公司，公司股权结构集中且稳定。

图 8：公司股权结构（截至 2024 年 9 月）

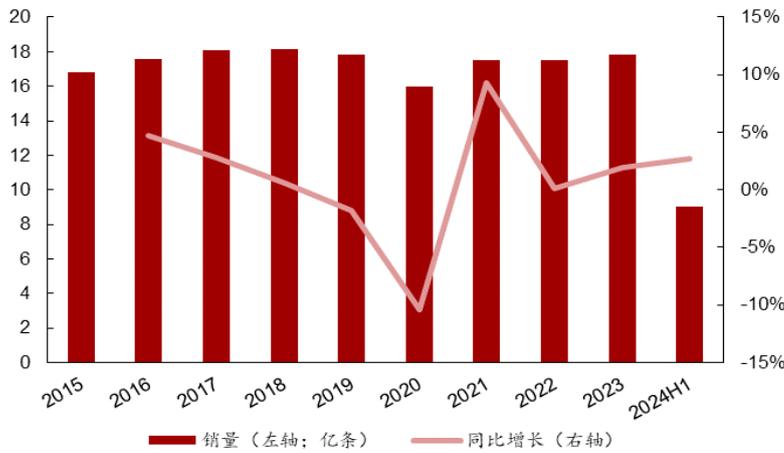


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 轮胎产品需求分化，成本压力或将显现

2.1 需求端：半钢胎需求稳健向上，非公路蓝海市场

汽车轮胎行业最高销量记录维持在 2018 年，2020 年到达近年低点后企稳。销量方面：根据 Michelin 数据，2015-2018 年，全球汽车轮胎销量持续增长，三年 CAGR 为 2.7%，其中，2018 年销量 18.2 亿条，同比增长 0.6%。2019 年销量同比下降 1.8%。受疫情影响，2020 年，销量达 16.0 亿条，同比下降 10.4%，为 2014 年以来最低点。2021-2024H1，全球轮胎需求逐步恢复，销量持续增长。2024 年上半年，全球轮胎销量 9.0 亿条，同比增长 2.7%。

图 9：2015-2024H1 全球汽车轮胎销量


数据来源: Michelin, 西南证券整理

从配套轮胎数和替换周期看轮胎需求：据森麒麟招股说明书数据，配套数量方面，轿车轮胎的配套比例为 1:5，载重车轮胎的配套比例在 1:7 到 1:22 之间；替换周期方面，每辆轿车每年需替换 1.5 条轮胎，每辆载重机械与工程机械每年需替换 2-20 条轮胎不等。

表 2：不同车型轮胎的配套数量和替换周期

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数 (条)	替换周期 (年)	替换系数 (条/辆/年)
轿车胎	轿车	5	3.3	1.5
载重胎	轻型载重卡车	7	1.7	4.2
	中型载重卡车	11	0.7	15
	重型载重卡车	16-22	1.1-1.6	10-20
	大型客车	7-11	2.2-3.5	2-5
工程胎	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	2	3

数据来源: 森麒麟招股书, 西南证券整理

配套市场依赖新车产量，全球需求超 4 亿条。假设一辆车配备 5 条轮胎。根据中国汽车工业协会统计分析，2023 年，全球汽车产量为 9355 万辆，对应配套轮胎需求 4.6 亿条。其中，中国汽车产量 3011 万辆，对应配套轮胎需求 1.5 亿条，占全球总需求的 32%；欧盟 27 国乘用车产量 1314 万辆，对应配套轮胎需求 0.7 亿条，占全球总需求的 13%；美国汽车产量 1108 万辆，对应配套轮胎需求 0.6 亿条，占全球总需求的 12%，三者合计占全球配套轮胎需求的 58%。全球来看，除 2020 年受疫情影响轮胎配套需求跌破 4 亿条外，近年来配套需求在 4 亿条以上。

表 3：中美及全球汽车产量和轮胎配套需求估算

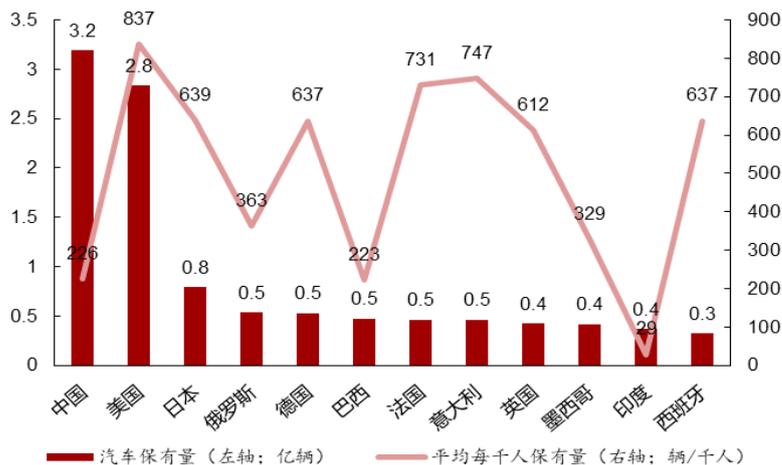
	2019	2020	2021	2022	2023	2023 年占比
中国汽车产量 (万辆)	2572	2523	2608	2702	3011	32.19%
中国配套需求 (亿条)	1.29	1.26	1.30	1.35	1.51	32.19%
欧盟乘用车产量 (万辆)	1584	1205	1134	1203	1314	12.96%
欧盟乘用车配套需求 (亿条)	0.79	0.60	0.57	0.60	0.67	12.96%

	2019	2020	2021	2022	2023	2023年占比
美国汽车产量(万辆)	1088	882	917	1006	1108	11.84%
美国配套需求(亿条)	0.54	0.44	0.46	0.50	0.55	11.84%
全球汽车产量(万辆)	9179	7765	8021	8502	9355	100%
全球配套需求(亿条)	4.59	3.88	4.01	4.25	4.64	100%
YOY	-5.2%	-15.4%	3.3%	6.0%	9.1%	

数据来源: 中国汽车工业协会, OICA, Wind, 西南证券

替换市场依赖汽车保有量, 中国是潜力大市场。替换需求与汽车保有量及轮胎使用周期密切相关。中国作为全球最大的汽车生产国和最大的新车消费市场, 汽车保有量的提升将带动国内替换胎市场蓬勃发展。据公安部数据, 我国 2023 年的汽车保有量达到 3.4 亿辆。从人均保有量数据来看, 2022 年中国千人汽车拥有量约为 226 辆, 而美国千人汽车拥有量约 837 辆, 日本、德国、意大利、英国等均超过 600 辆/千人。相比欧美日等发达国家, 中国汽车市场仍有较大的发展空间。整体看, 中国轮胎替换市场潜力较大。

图 10: 2022 年全球主要国家汽车保有量及千人保有量



数据来源: 车聚网, 西南证券整理

替换市场需求整体呈现增长趋势, 全球需求超 13 亿条。2017-2023 年, 仅 2020 年替换轮胎销量低于 13 亿条, 主要系疫情影响, 其余年份维持在 13 亿条以上, 并且整体市场逐渐扩大。从轮胎的消费结构来看, 替换需求占到总需求的比例在 75% 左右。

表 4: 2017-2023 年全球汽车轮胎替换销量情况

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球汽车替换轮胎销量(亿条)	13.05	13.1	13.24	11.78	13.35	13.23	13.21
YOY	2.80%	0.40%	1.10%	-11.00%	13.30%	-0.90%	-0.20%
全球汽车轮胎总销量(亿条)	18.08	18.05	17.92	15.77	17.48	17.51	17.85
YOY	2.90%	-0.10%	-0.70%	-12.00%	10.80%	0.10%	1.90%
替换销量占比	72.20%	72.60%	73.90%	74.70%	76.30%	75.50%	74.00%

数据来源: Michelin, 西南证券整理

分国别看轮胎替换市场，中国替换系数仅为全球水平的 54%，有较大提升空间。以 2022 年全球、中国、美国以及欧洲的汽车保有量数据和对应的替换轮胎实际消费量数据计算出实际替换系数（欧洲主要指欧盟地区，相关数据分别来自 ACEA 和 ETRMA）。从实际替换系数来看，全球为 0.91 条/辆/年，美国和欧洲均为 0.96 条/辆/年，略高于全球平均水平，中国为 0.49 条/辆/年，仅为全球平均水平的 54%。未来，随着中国汽车保有量持续增长，轮胎替换系数上升，中国替换轮胎市场具备较大的增长空间。

表 5：2022 年中国、美国、欧洲及全球汽车轮胎替换市场运行情况

	汽车保有量 (亿辆)	替换轮胎销量 (亿条)	实际替换系数 (条/辆/年)
全球	14.46	13.23	0.91
中国	3.19	1.55	0.49
美国	2.90	2.78	0.96
欧洲	2.50	2.39	0.96

数据来源：公安部, Michelin, USTMA, ETRMA, Hedges & Company, ACEA, 西南证券整理

2.1.1 半钢胎需求持续旺盛，全钢胎受限于经济疲软

从区域销量来看，中国、美国、西欧和中欧地区乘用车和轻卡轮胎销量占全球销量的 60% 以上。2019-2023 年，中国乘用车和轻卡轮胎销量在 2.4-2.7 亿条，占全球销量的比例在 15.6%-17.4%。其中，配套市场销量 1.1-1.3 亿条，占全球配套市场销量的比例在 27.8%-31.9%，替换市场销量 1.2-1.4 亿条，占全球替换市场销量的比例在 10.1%-12.5%。2019-2023 年，美国乘用车和轻卡轮胎销量在 2.8-3.1 亿条，占全球销量的比例在 19.1%-20.4%。其中，配套市场销量 0.4-0.5 亿条，占全球配套市场销量的比例在 11.9%-12.4%，替换市场销量 2.4-2.6 亿条，占全球替换市场销量的比例在 21.7%-23.2%。2019-2023 年，西欧和中欧地区乘用车和轻卡轮胎销量在 3.5-4.6 亿条，占全球销量的比例在 25.3%-28.8%。其中，配套市场销量 0.7-0.9 亿条，占全球配套市场销量的比例在 18.1%-21.9%，替换市场销量 2.8-3.9 亿条，占全球替换市场销量的比例在 27.3%-33.4%。2019-2023 年，中国、美国、西欧和中欧地区乘用车和轻卡轮胎销量合计占全球总销量的比例在 60.6%-65.0%。2024H1，全球半钢胎市场销量 7.9 亿条，同比增长 2.7%。

表 6：全球及部分主要地区 2019-2024H1 乘用车和轻卡轮胎销量变化情况

国别与地区	销量结构	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
中国	配套 (百万条)	117	112	115	123	132	61
	yoy		-4.3%	2.7%	7.0%	7.3%	5.0%
	替换 (百万条)	135	127	135	117	133	82
	yoy		-5.9%	6.3%	-13.3%	13.7%	1.2%
美国	配套 (百万条)	52	43	43	48	51	
	yoy	-0.9%	-18.4%	0.9%	11.4%	6.3%	
	替换 (百万条)	255	237	263	251	249	
	yoy	2.2%	-7.2%	11.3%	-4.7%	-0.6%	
西欧和中欧	配套 (百万条)	92	71	68	75	83	41
	yoy		-22.8%	-4.2%		10.7%	-4.9%
	替换 (百万条)	315	281	319	385	371	192
	yoy		-10.8%	13.5%		-3.6%	6.1%

国别与地区	销量结构	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
全球	配套 (百万条)	421	351	362	386	417	201
	yoy	-5.8%	-16.6%	3.1%	6.6%	8.0%	-0.5%
	替换 (百万条)	1149	1020	1167	1151	1156	593
	yoy	1.4%	-11.2%	14.4%	-1.4%	0.4%	3.9%

数据来源: Michelin, USTMA, 西南证券整理

乘用车和轻型卡车轮胎市场: 2024H1, 全球配套市场和替换市场同比分别-1%/+4%。其中, 欧洲的配套需求下降 5%, 中国配套需求增长 5%, 主要系汽车整车产销影响。替换市场需求表现较好, 欧洲同比+6%、北美和中美洲同比+4%、中国同比+1%。

表 7: 全球及主要地区乘用车和轻型卡车轮胎市场月度销量变化情况

	配套市场销量同比				替换市场销量同比			
	欧洲	北美、中美洲	中国	全球	欧洲	北美、中美洲	中国	全球
2023M1-M12	11%	9%	9%	9%	-4%	0%	13%	0%
2024M1	2%	8%	72%	18%	4%	9%	46%	10%
2024M2	3%	7%	-3%	-1%	5%	13%	-23%	2%
2024M3	-10%	1%	1%	-5%	-2%	1%	6%	-2%
2024M4	9%	8%	15%	8%	8%	8%	-3%	6%
2024M5	-14%	-3%	9%	-3%	3%	1%	-2%	1%
2024M6	-20%	-7%	4%	-6%	5%	-4%	-4%	-1%
2024M1-M6	-5%	1%	5%	-1%	6%	4%	1%	4%

数据来源: Michelin, 西南证券整理

从区域销量来看, 中国、美洲、欧洲地区卡客车轮胎市场销量占全球销量的 70%左右。2021-2023 年, 中国卡客车轮胎销量在 0.54-0.72 亿条, 占全球销量的比例在 26%-30%。南美和北美卡客车轮胎销量在 0.54-0.60 亿条, 占全球销量的比例在 25%-29%。2022-2023 年, 欧洲卡客车轮胎销量在 0.33-0.35 亿条, 占全球销量的 16%。整体看, 2019-2023 年全球全钢胎市场销量在 2.1-2.3 亿条。2024H1, 全球全钢胎市场销量 1.06 亿条, 同比增长 2.6%。

表 8: 全球及部分主要地区 2019-2024H1 卡客车轮胎市场销量变化情况

国别与地区	销量结构	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
欧洲	配套 (百万条)	6.7	4.7	5.8	7.1	7.4	3.3
	yoy	-8.2%	-29.9%	23.4%	22.4%	4.2%	-15.4%
	替换 (百万条)	24.3	15.4	17.2	27.5	25.5	12.2
	yoy	3.4%	-36.6%	11.7%	59.9%	-7.3%	-1.6%
北美和南美	配套 (百万条)	8.7	6.5	8.3	9.2	8.3	4.2
	yoy	4.8%	-25.3%	27.7%	10.8%	-9.8%	-4.5%
	替换 (百万条)	33.1	38	45.6	51.2	46.9	24.9
	yoy	-8.8%	14.8%	20.0%	12.3%	-8.4%	12.2%
非洲印度中东	配套 (百万条)	4.2	2.3	3	5.3	5.8	3
	yoy	-32.3%	-45.2%	30.4%	76.7%	9.4%	3.4%
	替换 (百万条)	31	25.6	28.5	28.7	28.9	14.9
	yoy	-2.2%	-17.4%	11.3%	0.7%	0.7%	4.2%

国别与地区	销量结构	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
中国	配套 (百万条)		33.9	28.3	16.3	20.7	11.4
	yoy			-16.5%	-42.4%	27.0%	6.5%
	替换 (百万条)		46.8	43.4	38.1	41.5	20.1
	yoy			-7.3%	-12.2%	8.9%	1.5%
亚洲 (除中国外)	配套 (百万条)	27.3	3.4	4	4.3	4.5	2.2
	yoy	0.7%	-87.5%	17.6%	7.5%	4.7%	0.0%
	替换 (百万条)	80.5	21.6	22.8	22.6	22.1	9.8
	yoy	-1.0%	-73.2%	5.6%	-0.9%	-2.2%	-7.5%
全球	配套 (百万条)	46.9	51.7	50.5	42.2	46.8	24.1
	yoy	-4.3%	10.2%	-2.3%	-16.4%	10.9%	0.0%
	替换 (百万条)	174.9	155.7	166.1	168.7	164.9	81.9
	yoy	-2.2%	-11.0%	6.7%	1.6%	-2.3%	3.4%

数据来源: Michelin, USTMA, 西南证券整理

卡客车轮胎市场: 2024H1, 全球配套市场 (除中国市场) 销量同比-5%, 替换市场销量同比+4%。其中, 欧洲和美洲全钢胎配套市场受到整车产销影响, 同比分别-17%、-9%。中美和北美替换市场大幅增长 17%, 南美替换市场增长 4%, 欧洲替换市场下降 2%。

表 9: 全球及主要地区卡客车轮胎市场月度销量变化情况 (全球不包括中国)

	配套市场销量同比				替换市场销量同比			
	欧洲	北美、中美洲	南美	全球	欧洲	北美、中美洲	南美	全球
2023M1-M12	5%	-4%	-25%	1%	-7%	-15%	6%	-5%
2024M1	-11%	-9%	11%	-3%	-3%	9%	14%	5%
2024M2	-15%	-19%	23%	-4%	-1%	31%	11%	10%
2024M3	-25%	-19%	14%	-12%	-5%	6%	-2%	-3%
2024M4	-14%	2%	45%	1%	2%	25%	8%	7%
2024M5	-21%	-1%	19%	-3%	-1%	17%	-3%	4%
2024M6	-22%	-8%	43%	-6%	-1%	6%	4%	0%
2024M1-M6	-17%	-9%	27%	-5%	-2%	17%	4%	4%

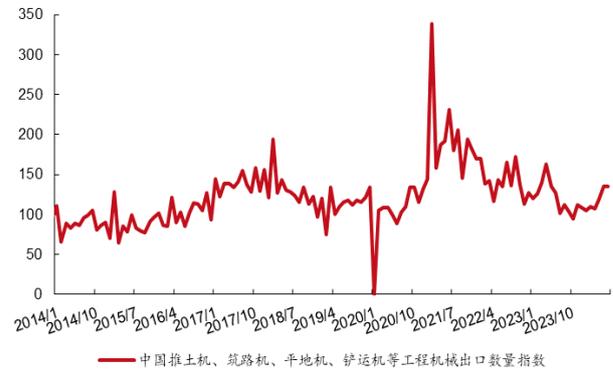
数据来源: Michelin, 西南证券整理

2.1.2 非公路胎: 蓝海市场, 出口量提升明显

工程机械轮胎更换周期一般为一年, 国内工程机械销量增长有望带动未来非公路轮胎的更换需求。从工程机械出口数量指数来看, 2021 年工程机械出口骤增, 有望带动未来 1-3 年国产非公路轮胎替换需求, 非公路轮胎出口量有望提升。

图 11: 中国工程机械当月出口金额

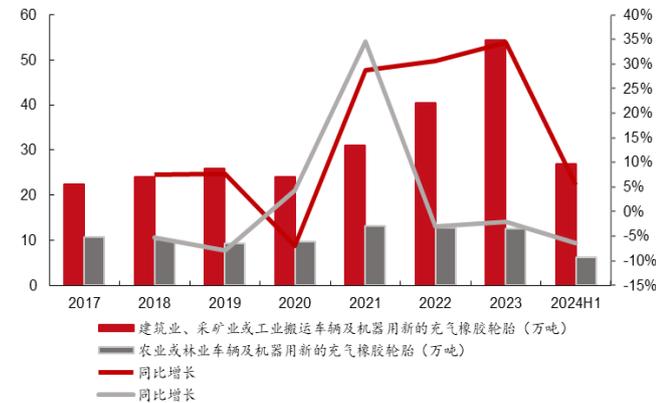

数据来源: Wind, 海关总署, 西南证券整理

图 12: 推土机、筑路机、平地机、铲运机等工程机械出口量指数


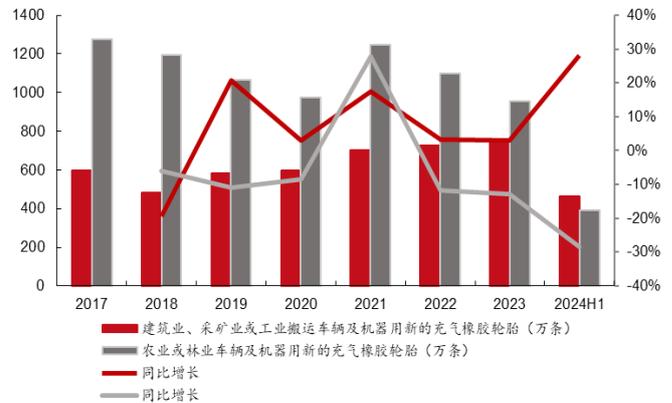
数据来源: Wind, 国家统计局, 海关总署, 西南证券整理

非公路轮胎出口量和金额: 2023 年, 国内建筑业、采矿业或工业搬运车辆及机器用新的充气橡胶轮胎出口量为 747 万条、54.4 万吨, 出口金额为 132.7 亿元, 农业或林业车辆及机器用新的充气橡胶轮胎出口量为 957 万条、12.5 万吨, 出口金额为 22.6 亿元。2023 年合计出口 1704 万条、67 万吨, 出口金额合计为 155 亿元。

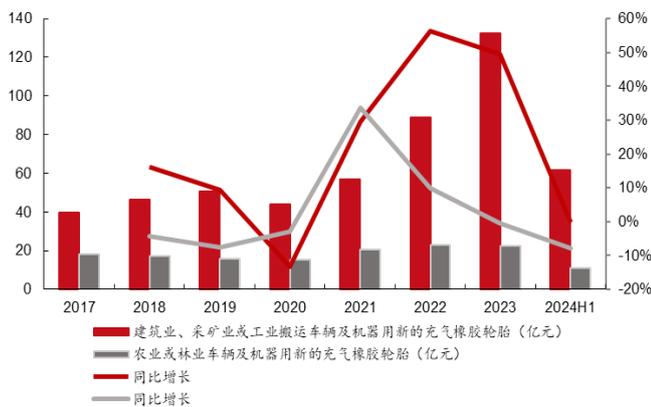
2024H1 非公路出口景气度持续: 建筑业、采矿业或工业搬运车辆及机器用新的充气橡胶轮胎出口量同比 5.4%, 农业或林业车辆及机器用新的充气橡胶轮胎同比下降 6.4%。总量同比增长 3% (重量计)。

图 13: 以重量计非公路出口量


数据来源: 海关总署, 西南证券整理

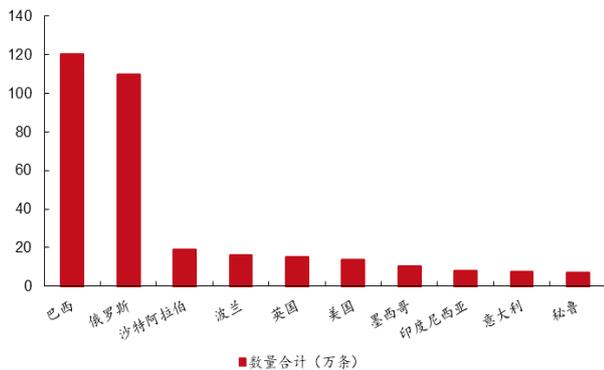
图 14: 以条数计非公路出口量


数据来源: 国家统计局, 海关总署, 西南证券整理

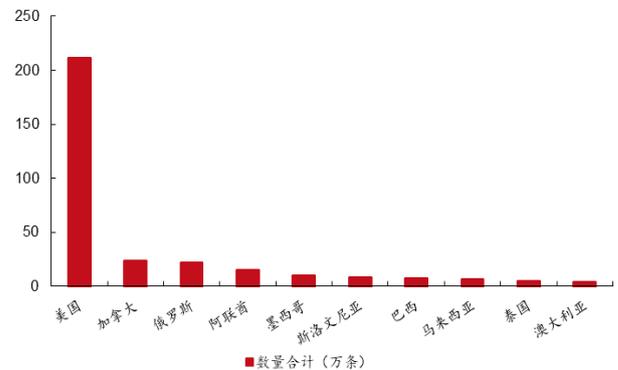
图 15：非公路出口金额


数据来源：海关总署，西南证券整理

非公路轮胎前十大出口国。 建筑业、采矿业或工业搬运车辆及机器用新的充气橡胶轮胎前十大出口国分别为：巴西、俄罗斯、沙特、波兰、英国、美国、墨西哥、印度尼西亚、意大利、秘鲁，占比分别为 26%/ 24%/ 4%/ 4%/ 3%/ 3%/ 2%/ 2%/ 2%/ 2%。农业或林业车辆及机器用新的充气橡胶轮胎前十大出口国分别为：美国、加拿大、俄罗斯、阿联酋、墨西哥、斯洛文尼亚、巴西、马来西亚、泰国、澳大利亚，占比分别为 54%/ 6%/ 6%/ 4%/ 3%/ 2%/ 2%/ 2%/ 1%/ 1%。

图 16：2024H1 建筑业胎出口量前十大国家


数据来源：海关总署，西南证券整理

图 17：2024H1 农业胎出口量前十大国家


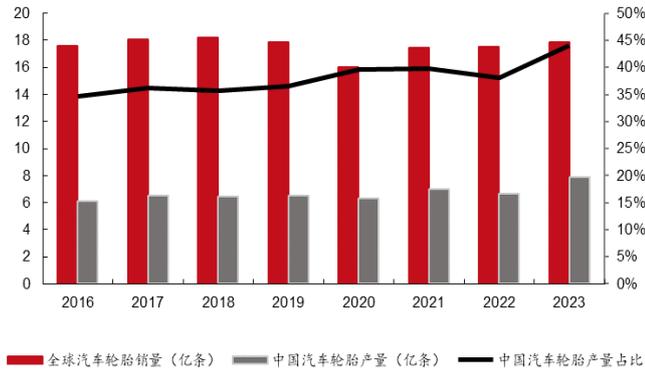
数据来源：海关总署，西南证券整理

全钢巨胎主要应用于露天矿场中使用的重型自卸车，作为重型自卸车日常运输的消耗品，全钢巨胎的市场需求与国际采矿业的发展息息相关，采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求。根据 Parker Bay Mining 网站公示数据，全球活跃的大型露天矿数量排名前五的国家分别是美国、澳大利亚、俄罗斯、印度尼西亚、印度，分别拥有 323、216、160、89、79 个。中国拥有 46 个，排名第九位。根据加拿大 Syncrude 公司的研究，对于一个大型露天矿山中的车辆运营费用，轮胎消耗成本占比约为 24%。据英国 Smithers Rapra 一份市场报告显示，全球 OTR 轮胎市场容量将在 2021-2027 年以每年 4% 的速率增长，市场价值将以 5.2% 的速率增长，2027 年全球范围内 OTR 轮胎的容量估计为 370 万吨，市场价值 248 亿美元。

2.2 供给端：全球布局持续推进，国内胎企全球份额提升

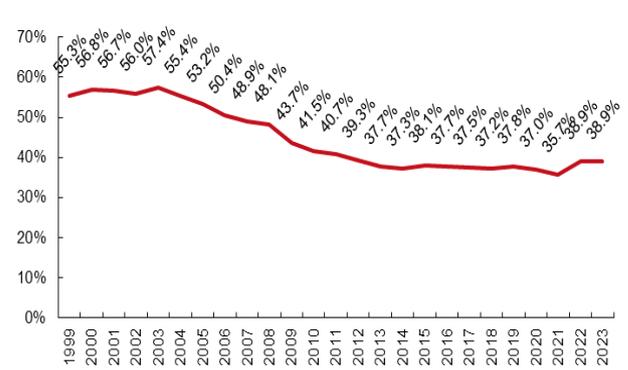
中国汽车轮胎产量呈现增长趋势，全球前三强市占率下降。根据中国橡胶工业协会轮胎分会统计，2023 年全国汽车轮胎总产量 7.9 亿条，同比增长 17.8%，子午线轮胎产量 7.5 亿条，同比增长 18.3%；其中半钢胎产量 6.1 亿条，同比增长 18.6%；全钢胎产量 1.5 亿条，同比增长 16.9%。2016-2023 年中国本土企业的轮胎产量占全球轮胎需求量的比例呈现增长趋势，由 2016 年的 34.7% 增长至 2023 年的 44.0%。据《轮胎商业》数据统计，1999-2022 年，全球轮胎企业前三强市占率由 55% 左右，下降至 2022 年的 39%。

图 18：2016-2023 年全球汽车轮胎销量及中国产量占比



数据来源：Michelin，中国橡胶工业协会，西南证券整理

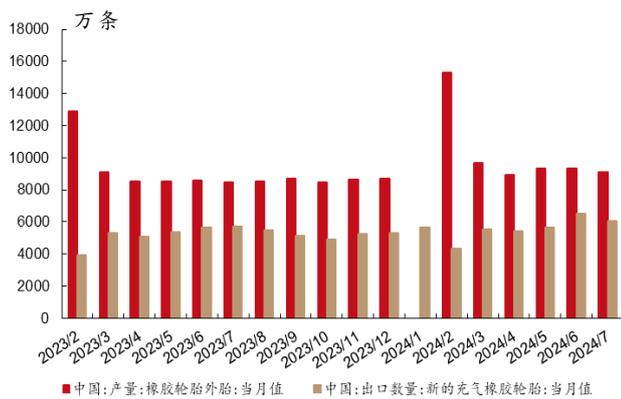
图 19：1999-2023 年全球 3 强合计市占率



数据来源：轮胎商业，西南证券整理

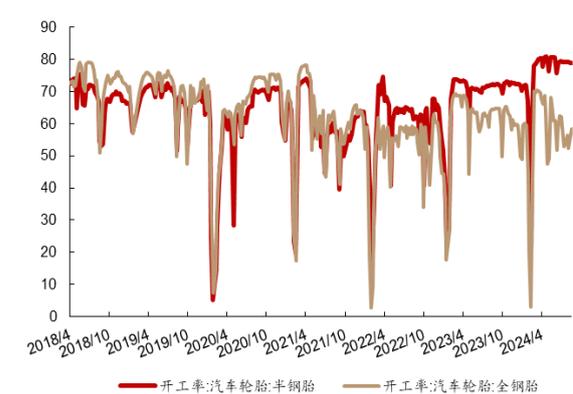
2024 年 M1-M7，中国汽车轮胎产量和出口数量同比增长，行业高景气持续。据国家统计局和海关总署数据，2024 年前 7 个月，国内橡胶轮胎外胎产量累计 6.2 亿条，同比增长 10.1%；出口累计 3.9 亿条，同比增长 9.7%，轮胎消费需求依然旺盛。开工率方面，截至 2024 年 8 月 22 日，本周半钢胎开工率 79%，维持较高水平，全钢胎开工率 58%，相对较弱。

图 20：国内轮胎产量（2 月数据为 1-2 月累计值）和出口数量



数据来源：Wind，国家统计局，海关总署，西南证券整理

图 21：汽车轮胎行业开工率 (%)



数据来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，西南证券整理

国产轮胎企业加速全球化布局。伴随着国内落后产能的淘汰，叠加贸易壁垒的影响，优质胎企近两年持续扩产，加速全球化生产布局。

表 10：国内胎企海外工厂布局（部分）

公司名称	国外基地	建设产能 万条/年 (半钢胎/全钢胎/非公路)	目前已投产 万条/年 (半钢胎/全钢胎/非公路)	投产时间 (或预计投产时间)
赛轮轮胎	越南	1600/260/10 万吨	1250/200/7 万吨	2024
	柬埔寨	900/165/0	900/90/0	2024
	柬埔寨	1200/0/0		2025
	墨西哥	600/0/0		2024
	印尼	300/60/3.7 万吨		2025 年底
玲珑轮胎	泰国	1500/220/0	1500/220/0	2014
	塞尔维亚	1200/160/0	1200/80/0	2024-2025
森麒麟	泰国一期	1000/0/0	1000/0/0	2014
	泰国二期	600/200/0	600/200/0	2023
	西班牙	1200/0/0		2024-2025
	摩洛哥	1200/0/0		2024-2025
中策橡胶	泰国	2000		2021 三期陆续投产
	印尼工厂	/	/	/
	墨西哥	约 1500/0/0		2026 年后
贵州轮胎	越南一期	0/120/0	0/120/0	2022
	越南二期	0/95/0	0/90/0	2024
	越南公司	600/0/0		2026-2028
通用股份	泰国	600/130/0	600/130/0	2023
	柬埔寨	500/90/0	300/50/0	2024 年 6 月
	泰国二期	600/50/0		2025
	柬埔寨二期	350/75/0		2025
青岛双星	柬埔寨	700/150/0		2024
浦林成山	泰国一二期	800/200/0	800/200/0	2021 2022
	泰国三期	200/0/0		2024
昊华轮胎	越南(获批)	1440 万条轮胎		
万力轮胎	柬埔寨(规划中)			
寿光福麦斯轮胎	柬埔寨(筹备中)	800/120		
朝阳浪马	巴基斯坦	240 万条轮胎		
福临轮胎	马来西亚	350 万条轮胎		
金宇轮胎	越南	1000//200/0		

数据来源：相关公司公告及新闻，西南证券整理

全球来看，米其林、普利司通、大陆、固特异等巨头计划削减德国、俄罗斯等产能（本土胎企市场竞争力的下降和结构性产能过剩关系较大），有利于国内胎企抢占欧洲市场。

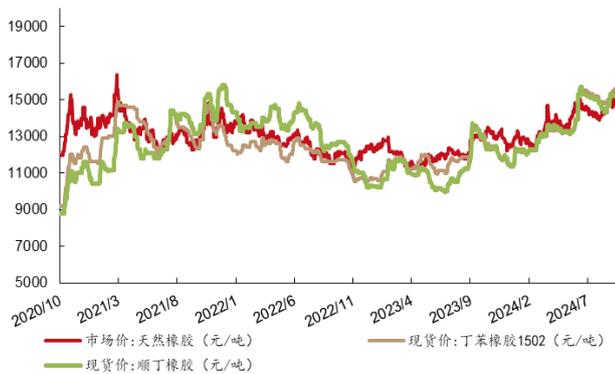
图 22：国外胎企关闭产能部分

公司名称	工厂名称	国别	产能	关闭原因	关闭时间
固特异	马来西亚工厂	马来西亚	500万条	自2017年起已连续六年亏损	从2024年6月30日开始, 预计到12月31日彻底停止运营
	富尔达工厂	德国	日产量2.1万条半钢, 年化766.6万条	减少产能过剩	2024年底前减半, 2025年9月关闭
	勃兰登堡州菲尔斯滕瓦尔德工厂	德国	日产量1万条半钢, 年化365万条		2027年底前逐步停产
	俄罗斯工厂	俄罗斯	150万-200万条	俄乌战争	2022年年底
	梅尔克萨姆工厂	英国	日产量6350条轮胎, 年化231.775万条	降低成本	2023年年底, 整合到法国蒙吕松工厂
阿拉巴马州加兹登工厂	美国	日产量2.6万条半钢, 年产949万条半钢	增加盈利	2020年	
米其林	卡尔斯鲁厄工厂	德国	约110万条PCR	轮胎产品的竞争日益激烈, 德国业务出口缺乏竞争力	2025年底前, 将客户联络中心迁至波兰
	特里尔工厂	德国	约110万条PCR		2025年底前
	维多利亚工厂	西班牙	约320万条轮胎		2023年多次减产5%, 2024年1月红海时间停2天
	阿德莫尔工厂	美国	约1250万条轮胎		在2025年底前搬迁至其他北美工厂
	德维多沃工厂	俄罗斯	约200万条PCR		2022年3月宣布停产, 2023年5月出售工厂
	奥尔什丁工厂	波兰	约2.03万吨	销量下滑	2024年底前
	邓迪工厂	英国	日产量25000条, 年产912.5万条轮胎		2020年6月30日
La Roche-sur-Yon工厂	法国	160万条全钢		2020年底前	
普利司通	沈阳工厂	中国	日产量超过5000条, 年化大概180万条	产量和销量下滑	2024年2月28日
	惠州工厂	中国	日产量约为2800条, 年化大概100万条全钢	价格竞争日益激烈	2021年12月底关闭, 其生产转移至沈阳
	香港飞机轮胎工厂	中国		增加盈利	2023年6月底, 将产能转移至泰国
	圣安德雷工厂	巴西	约670万条PCR		2023年5月停产整合业务
	乌里扬诺夫斯克工厂	俄罗斯	约500万条PCR		2022年3月宣布停产, 2023年12月20日出售工厂
	兰实工厂	泰国	日产量2100条, 年化75万条全钢		2023年产能转移至春武里工厂
	南非伊丽莎白港工厂	南非			2020年8月宣布关闭
贝蒂纳工厂	法国		中国等新兴企业进驻面临激烈竞争, 收益下降	2021年4月底	

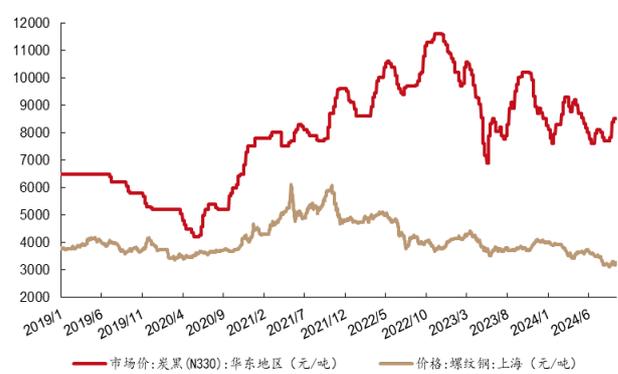
数据来源：相关公司官网及新闻，西南证券整理

2.3 成本端：橡胶价格震荡上行，胎企或面临成本压力

橡胶价格震荡上行，炭黑和钢材价格下降。2021年，轮胎原材料价格暴涨，其中天然橡胶/丁苯橡胶/顺丁橡胶/炭黑 N330/螺纹钢均价分别为 13426/ 13337/ 13205/ 8209/ 5045 元/吨，同比分别+17.4%/ +37.2%/ +44.0%/ +50.2%/ +36.0%。2022年，橡胶原材料均价同比下降，但是较 2021 年仍然处于高位，其中天然橡胶/丁苯橡胶/顺丁橡胶均价分别为 12578/ 11906/ 12998 元/吨，同比分别-6.3%/ -10.7%/ -1.6%；炭黑 N330/螺纹钢均价分别为 9839/ 4405 元/吨，同比分别+22.7%/ -12.7%。2023 年，天然橡胶/丁苯橡胶/顺丁橡胶/炭黑 N330/螺纹钢平均价格较 2022 年均价分别-2.5%/ -1.3%/ -12.6%/ -9.0%/ -10.9%。2024 年初至 9 月 12 日，天然橡胶/丁苯橡胶/顺丁橡胶/炭黑 N330/螺纹钢平均价格较 2023 年均价分别 12.9%/ 17.4%/ 21.1%/ -10.8%/ -9.0%。

图 23：橡胶价格走势


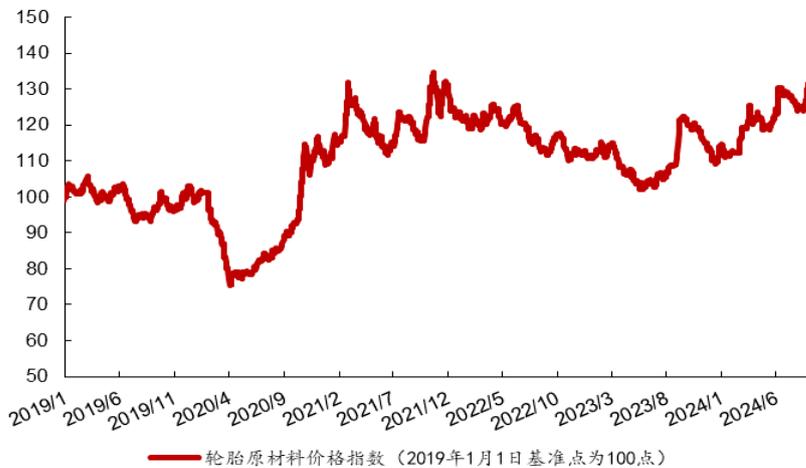
数据来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，西南证券整理

图 24：炭黑和螺纹钢价格走势


数据来源：Wind，隆众化工，西南证券整理

轮胎原材料价格指数上涨, 关注胎企成本压力。我们假设: 轮胎原材料成本中天然橡胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶、炭黑、螺纹钢的占比分别为 23%、12%、12%、15%、11%; 其他原材料占比 27%, 价格设定 0 元 (忽略其他原材料价格的影响)。以 2019 年 1 月 1 日的原材料价格为基准点, 得到轮胎原材料价格指数。轮胎原材料价格指数总体上与天然橡胶和合成橡胶波动趋势一致。2024Q1/Q2 轮胎原材料价格指数平均值分别为 115.8/ 123.3, 环比分别增长 0.4%/ 6.5%。多家企业在一季度末、二季度初进行产品提价, 传导成本压力, 上半年盈利能力受成本端影响较小。截至 2024 年 9 月 12 日, 原材料价格指数为 132.6, 较 2024Q2 平均值增长 7.5%。目前, 虽然轮胎需求表现强劲, 但盈利能力可能会受限于原材料价格上涨, 建议关注后期成本端的变化。

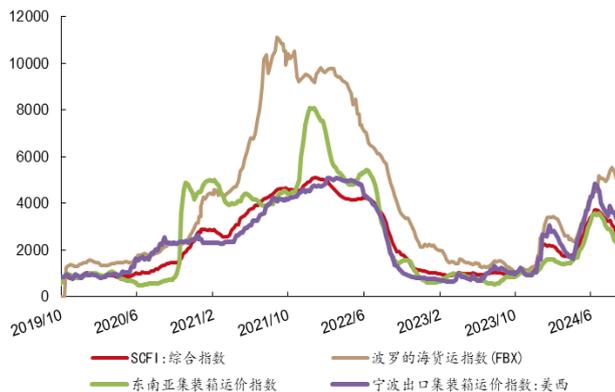
图 25: 轮胎原材料价格指数



数据来源: Wind, 中国橡胶信息贸易网, 西南证券

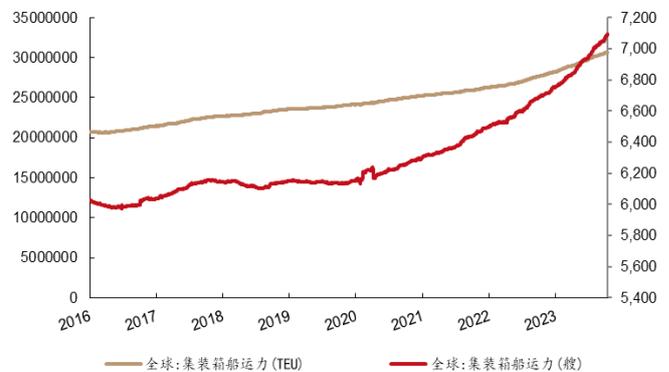
海运费高位回落, 轮胎出口压力缓解。轮胎进出口的超长距离运输主要依靠海运。2020 年下半年开始, 海运需求的增速远大于集装箱船运力增速, 造成短期供需错配, 集装箱运价不断攀升。直至 2022 年初, 海运费价格逐渐下降, 直至回归至正常水平。2024 年年初和第二季度的 5-6 月份, 海运费价格大幅上涨, 目前逐步回落。从全球集装箱船的运力变化趋势来看, 全球海运能力自 2020 年以来有明显提升, 有望推动海运费进一步下降。

图 26: 海运费价格指数走势 (点)



数据来源: Wind, 西南证券整理

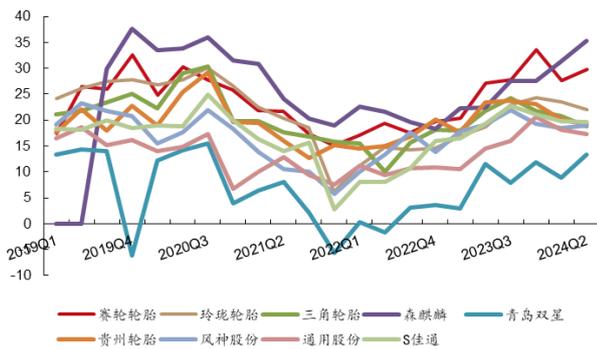
图 27: 全球集装箱运力变化趋势



数据来源: Wind, 西南证券整理

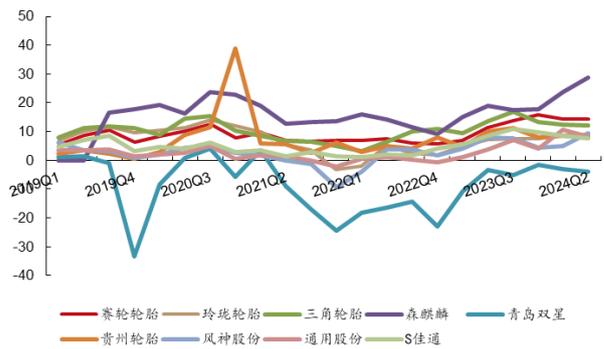
2022-2024Q2 国内胎企销售毛利率和净利率持续改善。2021年，全球海运集装箱紧张导致国外市场需求旺盛却运输受阻，原材料价格大幅上涨等不利因素叠加，中国轮胎行业的整体经营形势极为严峻，企业盈利水平下降。2022年，复杂严峻的经济形势和市场环境未发生较大好转，企业盈利水平处于2019年以来的底部。进入2023年，轮胎原材料价格走势下行，海运费回归正常水平，轮胎需求回暖，企业盈利水平回升，国内胎企走出低谷时期。2024H1，虽然轮胎原材料价格上涨，但轮胎行业需求旺盛，开工率水平较高，企业盈利水平维持高位。

图 28：国内头部胎企销售毛利率 (%) 变化趋势



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 29：国内头部胎企销售净利率 (%) 变化趋势

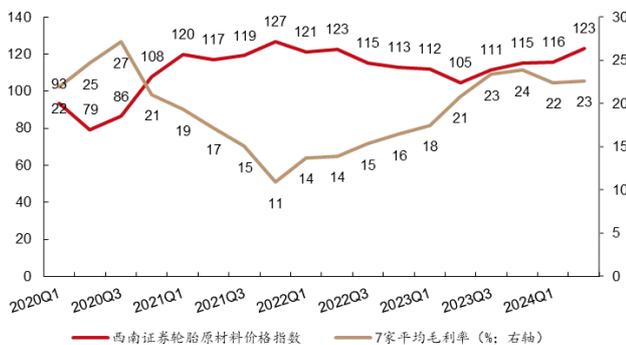


数据来源：Wind, 西南证券整理

轮胎盈利水平变动反向滞后我们拟合的轮胎原材料价格指数变动约 1 个季度。我们通过比较 7 家上市轮胎企业平均季度毛利率与轮胎原材料季度平均价格指数（数据来自西南证券拟合）走势发现，轮胎毛利率极值反向滞后轮胎原材料季度平均价格极值 1 个季度。毛利率滞后原材料价格一个季度变动的主要原因是轮胎生产企业为了保证正常的生产往往会提前采购大量原材料，形成原材料库存，库存周期根据实际情况存在一定差别，按照我们的拟合结果倒推，库存周期可能在 2-3 个月。因此原材料价格下降时，胎企实际生产所用原材料仍然可能是前期积压的高价库存。只有当期购入低价原材料时，才会降低之后生产的原材料成本。

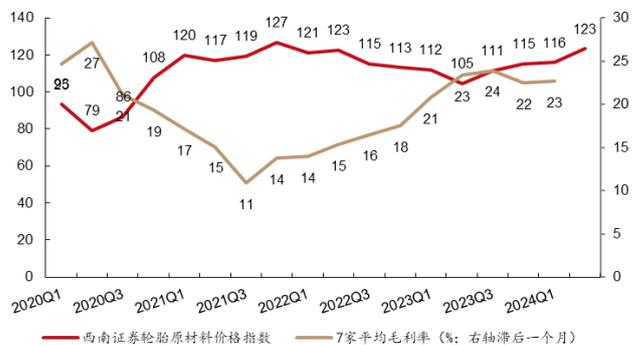
2024Q3 胎企盈利水平或将承压。通过数据分析，2024Q1/Q2 轮胎原材料价格指数平均值分别为 115.8/ 123.3，环比分别增长 0.4%/ 6.5%。多家企业在一季度末、二季度初进行产品提价，传导成本压力，Q2 盈利能力受成本端影响较小。截至 2024 年 9 月 12 日，原材料价格指数为 132.6，较 2024Q2 平均值增长 7.5%。目前，虽然轮胎需求表现强劲，但盈利能力可能会受限于原材料价格上涨，建议关注后期成本端的变化。

图 30：轮胎季度毛利率与季度平均原材料价格指数变化关系



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 31：左图中的季度平均原材料价格指数平移至下一个季度



数据来源：Wind, 西南证券整理

3 国际化配套+结构调整，公司未来业绩可期

3.1 业务模式：配套和零售双管齐下，开拓全球轮胎市场

3.1.1 配套体系持续优化，国际化配套再上新台阶

中高端配套市场逐步突破，品牌影响力持续提升。近年来，公司围绕配套中高端品牌、中高端车型、中高端产品占比加快三个结构调整，积极开拓配套中高端市场，持续提升在全球配套领域的品牌影响力，并以此形成品牌突破及替换拉动。为奥迪、宝马、大众、通用、福特、本田、日产、Stellantis、红旗、五菱、比亚迪等全球 60 多家主机厂的 200 多个生产基地提供配套服务，在中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套上逐步实现突破，品牌力快速提升。截至 2024H1，配套总量累计近 2.8 亿条，连续多年位居中国轮胎配套第一。

图 32：公司国内外配套客户

配套中国品牌

● 乘用车



● 商用车&工程车



配套外资及合资品牌

● 乘用车



● 商用车&工程车

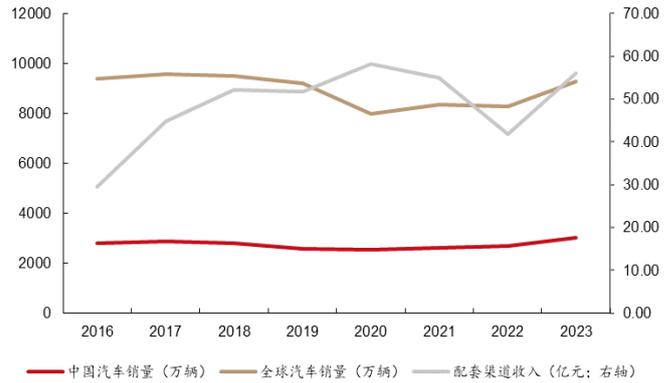


数据来源：公司公告，西南证券整理

配套渠道收入规模整体扩大。2016-2020年，玲珑轮胎配套业务收入快速增长，由29.6亿元增长至58.3亿元，CAGR 18.5%。2021-2022受全球汽车销量低迷影响，公司配套业务收入下滑，2023年恢复增长。值得注意的是，2016-2023年，全球汽车销量CAGR -0.2%，而玲珑轮胎配套业务收入CAGR 9.5%，证明玲珑轮胎配套业务市占率持续提升。据公司年报，2023年度全球配套量近3000万条，据米其林数据，2023全球配套轮胎市场销量约4.2亿条，估算出公司全球配套市占率约7.1%。

图 33：2016-2023 年玲珑轮胎配套业务收入情况

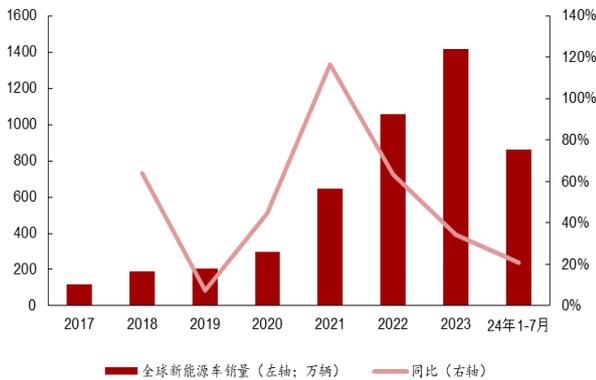

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：2016-2023 年玲珑轮胎配套业务收入与汽车销量情况


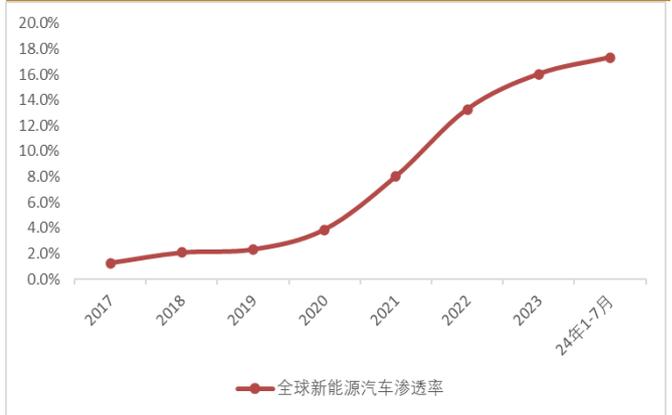
数据来源：公司公告，中汽协，西南证券整理

高端 OE 领先，未来增长空间较大。公司在新能源及高端 OE 两条赛道提档加速，紧抓“新能源转型”和“整车出海”战略机遇。围绕配套中高端品牌+中高端车型+中高端产品占比提升加快配套业务高质量发展，通过三个结构调整，进一步提升品牌影响力和市场核心竞争力，形成配套与零售替换市场的良性互动。2024 年上半年，公司商用车胎国内配套新项目 13 个，涵盖国内外多家商用车一线品牌；乘用车胎国内配套新项目 21 个，其中包括比亚迪、吉利、领克、五菱、一汽红旗等国内知名汽车厂商。此外，在海外配套领域，共有 16 个新项目获得突破，包括德国大众途观、德国宝马 X3 和 2 系等车型。

紧跟电动化趋势，打造“新能源配套第一品牌”。在新能源汽车配套领域，公司已成功配套通用五菱全系、比亚迪王朝、海洋等主打系列、东风日产、本田、一汽红旗、吉利、赛力斯等车企，涵盖传统及新能源企业。2020-2023 年，公司在中国新能源汽车市场轮胎配套份额稳居中国轮胎第一名。2023 年公司新能源汽车轮胎配套突破 900 万条，整体市占率近 24%。据 Marklines 数据，2023 年全球新能源汽车销量达 1417.5 万辆，同比增长 34.4%，渗透率达 16.0%，同比增加 2.7pp。2024 年前 7 个月，全球新能源汽车销量达 862.1 万辆，同比增长 20.8%，仍然维持较高增速，渗透率达 17.3%，同比提升 2.9pp。国内方面，受近年来经济环境波动和政策变动等影响，总体汽车销量波动较大新能源汽车销量则稳步增长。据中汽协数据，2024 年 1-7 月，新能源汽车销量累计达 593.4 万辆，同比增长 31.1%。其中，新能源乘用车渗透率屡创新高。2020 年以来，新能源乘用车渗透率增长极为强劲，2023 年已高达 34.7%。24 年 1-7 月，批发端渗透率提升至 40.5%。由此可见，新能源汽车的消费者接受度不断提高，也预示了汽车产业的未来发展方向。公司紧跟电动化趋势，打造“新能源配套第一品牌”。随着新能源汽车保有量以及渗透率的持续提升，未来有望对玲珑新能源汽车轮胎替换市场形成新的拉动。

图 35：2017 年以来全球新能源汽车销量


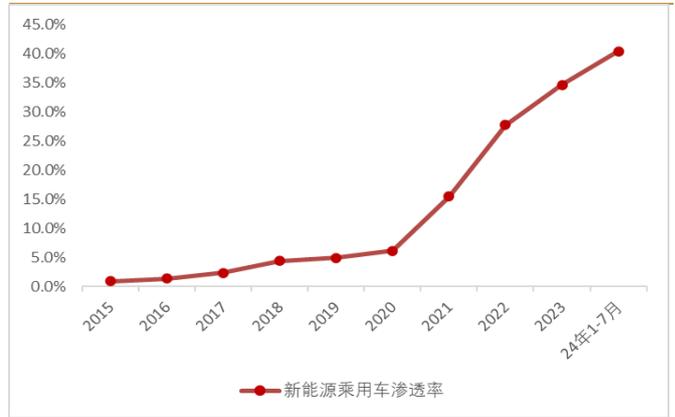
数据来源：Marklines，西南证券整理（注：剔除 HV 销量）

图 36：2017 年以来全球新能源汽车销量渗透率


数据来源：Marklines，西南证券整理（注：剔除 HV 销量）

图 37：我国新能源汽车销量走势


数据来源：Wind，中汽协，西南证券整理

图 38：我国新能源乘用车渗透率走势


数据来源：Wind，中汽协，西南证券整理

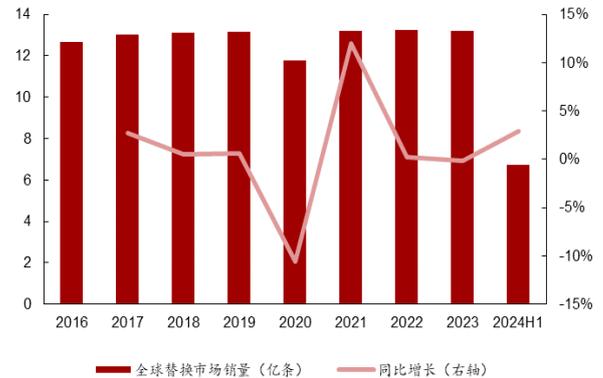
3.1.2 零销业务：首创“新零售”模式，海外份额持续提升

零销渠道收入规模处于增长趋势。2016-2023 年，玲珑轮胎替换业务收入快速增长，由 73.6 亿元增长至 142.7 亿元，CAGR 9.9%。据公司年报，2023 年度公司整体销量 7798 万条，其中配套量近 3000 万条，则替换市场销量约 4798 万条。据米其林数据，2023 全球轮胎替换市场销量约 13.2 亿条，估算出公司全球轮胎替换市占率约 3.6%。

全球汽车轮胎替换市场需求稳中有升。2016-2023 年，全球汽车轮胎替换市场销量相对稳定，由 12.7 亿条增长至 13.2 亿条，CAGR 0.6%。随着全球汽车保有量的增长，未来替换市场需求量有望缓慢增长。

图 39：2016-2023 年玲珑轮胎零售业务收入情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 40：2016 年以来全球汽车轮胎替换市场销量


数据来源：Michelin，西南证券整理

公司主要有三个零销渠道。1) 在替换市场方面，公司与经销商签订年度销售合同并采取“区域代理销售模式”，各区域按照品牌和产品系列设置一级经销商，再通过一级经销商向下分销的方式进行销售。2) 在智慧零售云平台方面，公司通过建设智慧零售云平台汇聚稳定合作的零售店铺注册系统，在智慧零售云平台开设线上商城，门店通过智慧零售云平台线上商城直接向公司采购产品，公司发货到店的模式进行销售。3) 在卡友之家 APP 方面，公司通过对卡友之家 APP 在授权门店和卡车司机进行推广和应用，卡车司机下载卡友之家 App，并注册和实名认证，卡友在线购买轮胎后，将指定门店进行安装服务，相关产品售后等权益在 app 上自动生成的模式进行销售。

开发新零售平台，全新升级的商业模式和经营方式。2022 年 7 月，玲珑新零售 3.0 启动上线，正式推出玲珑养车驿站、阿特拉斯卡友之家新模式，开启轮胎“云交易”，打造全新升级的商业模式和经营方式。2023 年，公司与腾讯云、华制智能密切配合，开发了“玲珑养车驿站”和“阿特拉斯卡友之家”两套业务平台。玲珑养车驿站 3.0 管理平台，打造线上线下相结合、仓储物流相结合、轮胎与非轮胎品类相结合、销售与服务相结合、精准营销与品牌引流相结合的玲珑新零售，全面赋能终端门店并为线下消费助力，通过线上与线下的高度结合，为玲珑合作伙伴搭建良性循环的生态链。阿特拉斯卡友之家自主研发新零售 3.0 数智化 SAAS 系统，实现了供应商端、卡友之家总部端、运营端、门店端、物流车队端和司机车主端的 PC 后台、APP 和小程序全覆盖。

3.2 产能布局：“7+5”和“3+3”全球战略，创国际一流胎企

3.2.1 “7+5”战略：六大国际化重要一环，构建世界一流轮胎企业

坚定“7+5”全球战略布局，推进制造国际化。玲珑轮胎坚定“7+5”全球战略布局，即在中国建设 7 个生产基地，在海外建设 5 个生产基地。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，规划在陕西和安徽建设国内其他两个生产基地。在海外拥有泰国、塞尔维亚 2 个生产基地，并在全球范围内继续考察建厂，充分利用全球资源，开拓全球轮胎市场。

表 11: 公司产能布局 (万条/年)

主要厂区	项目	设计产能	达产产能	产能利用率 (%)	在建产能预计完工时间
招远	招远乘用车及轻卡胎	3,000	3,000	94	
	招远卡客车胎	585	585	69	
	招远非公路胎	25	25	64	
德州	德州乘用车及轻卡胎	1,000	900	97	
	德州卡客车胎	320	320	58	
广西	广西非公路胎	17	14	50	2024 年上半年
	广西乘用车及轻卡胎	1,000	1,100	92	
	广西卡客车胎	200	200	48	
湖北	湖北乘用车及轻卡胎	1,200	900	94	2024 年
	湖北卡客车胎	240	240	50	
吉林	吉林乘用车及轻卡胎	1,200	150	89	2024 年达到 600 万条
	吉林卡客车胎	200	100	62	/
塞尔维亚	塞尔维亚乘用车及轻卡胎	1,200	/	/	2025 年
	塞尔维亚卡客车胎	160	80	43	2024 年
泰国	泰国乘用车及轻卡胎	1,500	1,300	86	/
	泰国卡客车胎	220	220	88	/

未来, 国内计划新增陕西和安徽两个工厂, 海外新增 3 个工厂。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 41: 公司“7+5”全球布局示意图

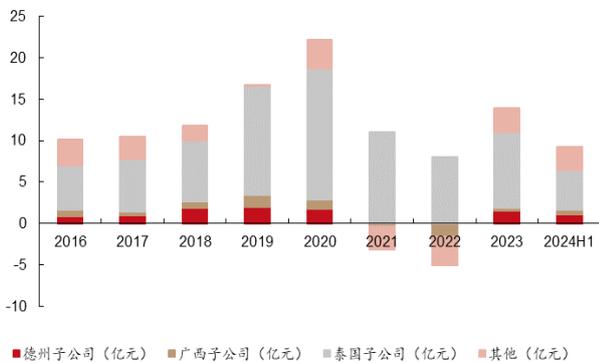

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.2.2 国内工厂：内部结构调整，业绩持续修复

公司多措并举，开展内部产品结构调整，以提升整体盈利能力。在国内外零售和配套市场持续开展结构调整，配套端围绕中高端品牌、中高端车型、中高端产品占比提升，推动配套业务高质量发展，替换市场围绕提升海外市场销量，产品结构改善，新零售业务等，提升整体盈利能力。

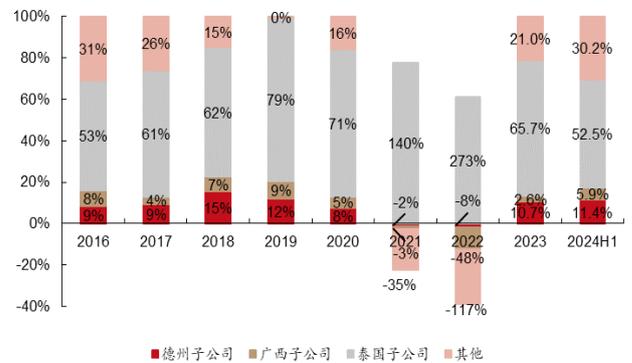
泰国子公司为公司贡献超过一半的利润。公司净利润来源主要为 LLIT(THAILAND) CO.,LTD. (泰国子公司)、德州玲珑轮胎有限公司、广西玲珑轮胎有限公司以及招远本部。2024 年上半年，泰国、德州、广西子公司贡献利润分别为 4.9、1.1、0.5 亿元，占总净利润的比例分别为 52%、11%、6%。

图 42：2016-2024H1 公司主要全资子公司净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理

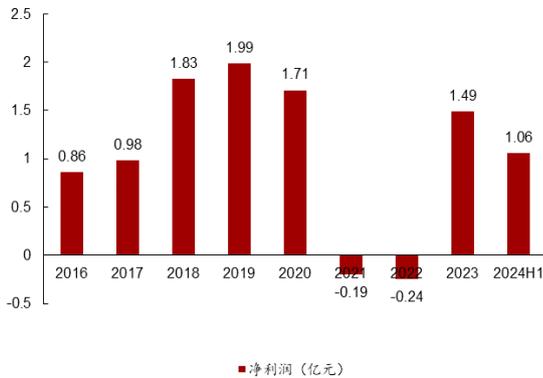
图 43：2016-2024H1 公司主要全资子公司净利润占比



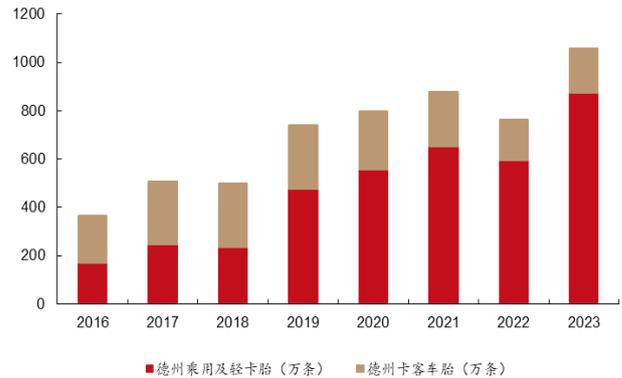
数据来源：公司公告，西南证券整理

德州工厂：德州玲珑轮胎有限公司成立于 2011 年 4 月 21 日，是山东玲珑轮胎股份有限公司全资子公司，位于山东省德州市武城县经济开发区德商路东侧，总投资 68 亿元，占地 1200 亩。公司主要经营范围包括生产、销售轮胎、橡胶制品，经营本企业生产、科研所需的原辅材料，仪器仪表、机械设备零配件及技术的进出口业务。2012 年 5 月，历时 9 个月德州玲珑第一条全钢产品下线。2014 年 4 月，德州玲珑第一条半钢产品下线。截止 2023 年，玲珑轮胎德州工厂计划产能 1320 万条。

2016-2023 年，德州玲珑轮胎有限公司产能逐步提升，截至 2023 年底，德州玲珑轮胎有限公司拥有半钢胎产能 900 万条/年，全钢胎产能 320 万条/年。2023 年实现半钢胎产量 873 万条，全钢胎产量 186 万条，整体实现净利润 1.49 亿元，同比扭亏为盈。2024H1，整体实现净利润 1.1 亿元，同比增长 112%，利润占比 11%，较 2023 年提升 0.7pp。

图 44：2016-2024H1 德州玲珑净利润


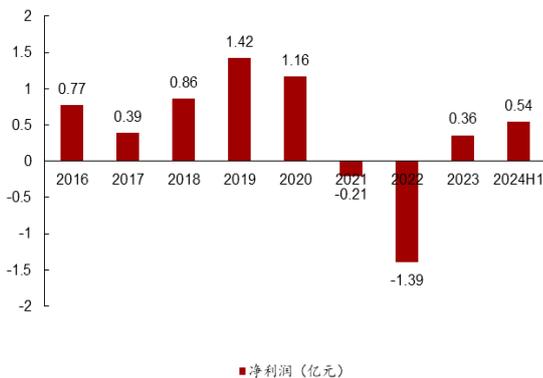
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 45：2016-2024H1 德州玲珑轮胎产量


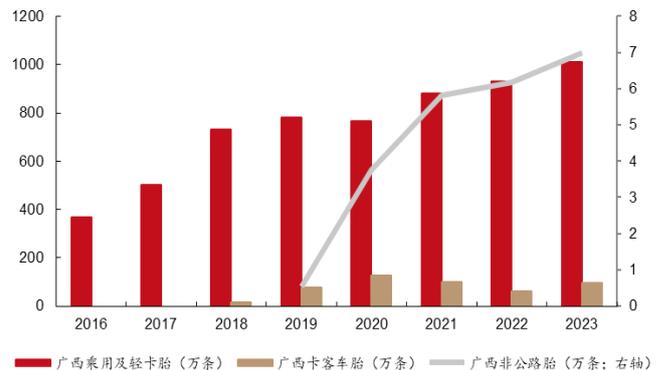
数据来源：公司公告，西南证券整理

广西工厂：广西玲珑轮胎有限公司成立于 2010 年 06 月 13，法定代表人为杨科峰，公司地址位于广西柳州，经营范围包括轮胎制造、轮胎销售、橡胶制品制造、橡胶制品销售、货物进出口、技术进出口、租赁服务、土地使用权租赁、非居住房地产租赁、道路货物运输。2015 年 5 月，广西玲珑 PCR 产品投产。2020 年，公司被评为“广西智能工厂示范企业”。2021 年，广西玲珑入围“2021 广西民营企业 100 强”“2021 广西民营企业制造业 100 强”双榜单。目前，公司已达到了乘用车子午线轮胎 1000 万套，卡客车子午线轮胎 200 万套，工程胎 17 万套的年生产能力。广西玲珑负责对上汽通用五菱、东风柳汽、东风日产、广汽三菱、柳工等多家汽车厂的配套，凭借良好的质量和服务得到了客户好评。

2016-2023 年，广西玲珑轮胎有限公司产能逐步提升，截至 2023 年底，拥有半钢胎产能 1100 万条/年，全钢胎产能 200 万条/年，非公路轮胎产能 14 万条/年。2023 年实现半钢胎产量 1012 万条，全钢胎产量 96 万条，非公路轮胎产量 7 万条。整体实现净利润 0.4 亿元，同比扭亏为盈。2024H1，整体实现净利润 0.5 亿元，去年同期亏损 0.3 亿元，利润占比 6%，较 2023 年提升 3.3pp。

图 46：2016-2024H1 广西玲珑净利润


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 47：2016-2024H1 广西玲珑轮胎产量


数据来源：公司公告，西南证券整理

招远工厂：玲珑轮胎成立于 1975 年，前身为招远轮胎制修厂，属于国内营收规模最大、经济效益最好的轮胎生产企业之一。1995 年 10 月，公司被省经委批准成立“山东玲珑橡胶集团公司”，成为国家大型一类工业企业。2001 年 5 月，山东玲珑橡胶集团公司改制为“山

东玲珑橡胶有限公司”。公司主营业务为汽车轮胎的设计、开发、制造与销售，主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎，广泛应用于乘用车、商用车、卡客车以及工程机械车辆等。2001年9月23日，公司第一条半钢子午线轮胎 165/70R1379S 顺利下线，标志着公司产品结构的调整进入了实质性阶段。2001年9月26日，山东玲珑橡胶有限公司举行玲珑轮胎工业园奠基仪式。2002年10月19日，山东玲珑橡胶有限公司第一条全钢子午线轮胎顺利下线。截止2023年，玲珑轮胎招远工厂计划产能3600万，已全部达产。

荆门工厂：湖北玲珑轮胎有限公司成立于2018年3月19日，是山东玲珑轮胎股份有限公司全资子公司，公司地址位于湖北荆门高新区，主要经营汽车轮胎和飞机轮胎的研发、制造及销售等。2018年7月6日，湖北玲珑轮胎有限公司项目正式启动，项目总投资54亿元，规划分三期建设，全部建成后年可生产1200万条高性能乘用车、轻卡子午线轮胎，240万条卡客车子午线轮胎和6万条工程胎，达产后年可实现销售收入50多亿元。湖北荆门工厂于2019年12月11日及2020年1月11日全钢和半钢轮胎项目相继投产。2019年12月30日，第一条乘用车轮胎顺利下线。2021年12月29日，湖北玲珑二期项目投产暨三期项目启动仪式在荆门举办，三年多时间先后完成了一期项目、二期项目投产，在二期投产时同期启动三期项目，并规划建设年产10万吨胎圈钢丝项目，三期和钢丝项目投资接近10亿，进一步优化湖北玲珑产业结构布局。2023年湖北荆门生产基地三期逐步达产。

长春工厂：吉林玲珑轮胎有限公司成立于2020年04月14日，经营范围主要包括轮胎、橡胶制品的制造和销售，专用化学产品制造和销售，金属丝绳及其制品制造，电子产品销售，珠宝首饰零售等。2020年4月15日，玲珑轮胎中国第五个生产基地、全球第七个生产基地——吉林玲珑1420万条轮胎智能生产项目启动仪式在吉林长春举行，项目总投资48.94亿元，全部建设完成后，年可实现1200万条半钢子午线轮胎、200万条全钢子午线轮胎和20万条翻新轮胎，达产后年可实现销售收入44.4亿元。2020年8月，吉林玲珑项目一期120万条全钢子午线轮胎项目正式开工建设。2021年12月14日，吉林玲珑轮胎全钢一期首条轮胎顺利下线。2022年公司长春工厂产能爬坡。2023年8月，长春完成年产120万条全钢子午线轮胎和300万条半钢子午线轮胎生产项目。

截至目前，玲珑轮胎已完成中国七大生产基地的规划布局。这些基地的选址覆盖了华北、华南、华中、西南、西北、东北和华东地区。随着各基地的陆续建成，公司将能够为各地汽车厂提供最佳服务半径，显著提升交付效率，降低物流成本，实现研发、管理、制造、营销、运营和服务的全球化、区域化及本土化发展。

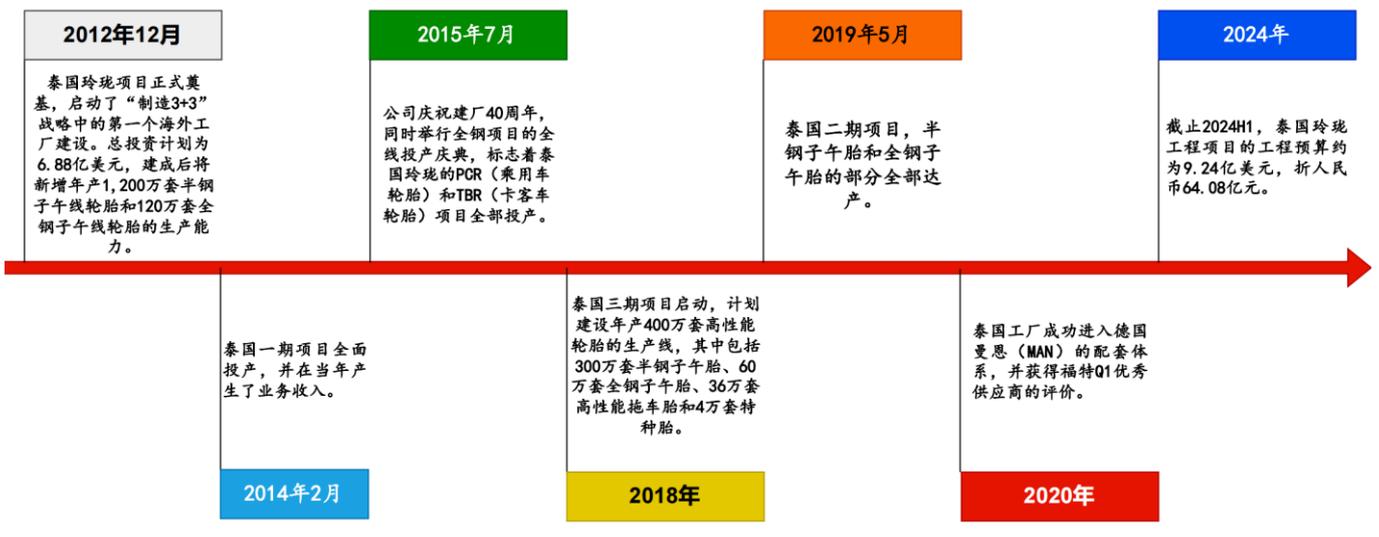
3.2.3 海外工厂：泰国关税下降业绩具备向上空间，塞尔维亚放量可期

泰国工厂：2012年12月，泰国玲珑项目正式奠基，启动了“制造3+3”战略中的第一个海外工厂建设。该项目位于泰国春武里府，总投资计划为6.88亿美元。工厂建成后，将新增年产1,200万套半钢子午线轮胎和120万套全钢子午线轮胎的生产能力。经过11个月的建设，玲珑国际轮胎（泰国）有限公司的一期项目于2014年2月全面投产，并在当年产生了业务收入。2015年7月，公司庆祝建厂40周年，同时举行全钢项目的全线投产庆典，标志着泰国玲珑的PCR（乘用车轮胎）和TBR（卡客车轮胎）项目全部投产。

2018年，公司启动了泰国工厂的三期项目，计划建设年产400万套高性能轮胎的生产线，其中包括300万套半钢子午胎、60万套全钢子午胎、36万套高性能拖车胎和4万种特种胎。到2019年5月，半钢子午胎和全钢子午胎的部分全部达产，进一步优化了公司制造基地的全球分布，增强了国际化生产和营销的优势，提高了市场占有率。2020年，泰国工

厂成功进入德国曼恩(MAN)的配套体系,并获得福特 Q1 优秀供应商的评价。截止 2024H1, 泰国玲珑工程项目的工程预算约为 9.24 亿美元,折人民币 64.08 亿元。

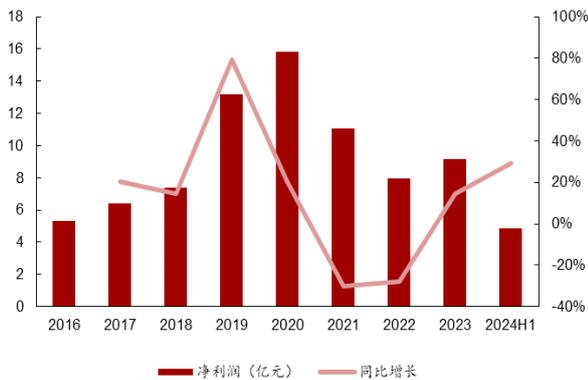
图 48: 泰国工厂项目发展历程



数据来源:公司官网,西南证券整理

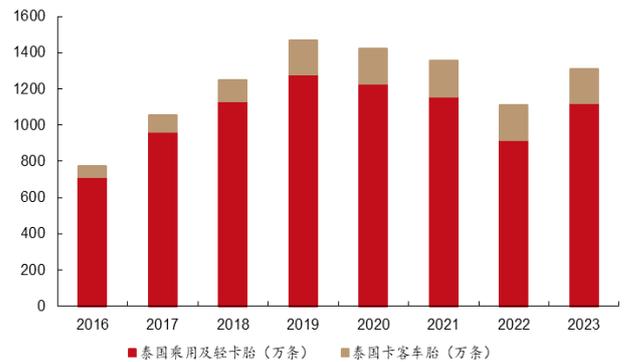
截至 2023 年底,泰国玲珑拥有半钢胎产能 1300 万条/年,全钢胎产能 220 万条/年。2023 年实现半钢胎产量 1118 万条,全钢胎产量 194 万条。整体实现净利润 9.1 亿元,同比增长 15%。2024H1,整体实现净利润 4.9 亿元,同比增长 29%,利润占比 53%,较 2023 年下降 13.2pp,主要系其他子公司业绩提升。

图 49: 2016-2024H1 泰国玲珑净利润



数据来源:公司公告,西南证券整理

图 50: 2016-2024H1 泰国玲珑轮胎产量



数据来源:公司公告,西南证券整理

美国商务部对中国轮胎行业发起反倾销和反补贴调查,扰动轮胎产业。2009 年美国轮胎特保案,即自 2009 年 9 月 26 日起对从中国进口的所有小轿车和轻型卡车轮胎实施为期三年(至 2012 年)的惩罚性关税,税率分别为 35%、30%和 25%;2014 年 7 月 22 日,美国国际贸易委员会初步裁定,自中国进口的乘用车和轻型卡车轮胎对美国产业造成实质性损害。据此,美国商务部继续对中国轮胎展开反倾销和反补贴(简称“双反”)调查。此外,欧洲、巴西、埃及、印度、哥伦比亚等国家和地区针对轮胎产品也曾出台限制进口的贸易保护政策或进行反倾销制裁。

2015年6月11日，美国商务部作出倾销和补贴终裁，对中国出口到美国的乘用车和轻型卡车轮胎厂商征收14.35%-87.99%的反倾销税和20.73%-100.77%的反补贴税，公司适用39.33%的税率。泰国生产的轮胎供应美国不受其对中国轮胎生产企业的反倾销、反补贴等贸易壁垒的影响。为应对美国对原产于中国的乘用车和轻型卡车轮胎的反倾销反补贴政策，子公司泰国玲珑经营策略调整为主要销往美国，有效的消除了美国双反对美国市场销售的影响。

2016年2月19日，美国商务部正式对原产于中国的卡车和客车轮胎发起反倾销和反补贴调查，并于本月23日公布了终裁结果，公司将被按22.57%比例征收反倾销税，按52.04%比例征收反补贴税。公司在“双反”调查开展之前，已经将美国市场的订单有步骤、有计划地全部转至泰国玲珑生产，不会受到本次“双反”追溯期的影响。2017年2月22日，美国国际贸易委员会做出终止对中国输美卡客车轮胎的“双反”调查的终裁决定，缓解了公司在泰国生产基地的供货压力。

美国PCR反倾销调查波及泰国，2024年泰国关税下降，未来业绩具备向上空间。2020年6月29日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销原审调查（2019年4月1日-2020年3月31日）共12个月，原审调查强制应诉的两家轮胎企业分别为泰国玲珑及日本住友轮胎（泰国公司），泰国玲珑原审单独税率为21.09%。2022年9月6日，美国商务部启动对泰国乘用车和轻卡轮胎的反倾销第一轮行政复审调查（2021年1月6日-2022年6月30日）。2024年1月，复审终裁税率发布，泰国玲珑适用4.52%的复审终裁税率，降幅达16.57%。将对泰国玲珑的营运能力和订单获取有较大提升，同时快速提升产品竞争力，有利于快速抢占市场份额。2024年7月，公司收到反倾销退税款5606万美元（其中，本金4912万美元，利息694万美元），已将上述款项按照会计准则计入当期损益，并确认为非经常性损益。

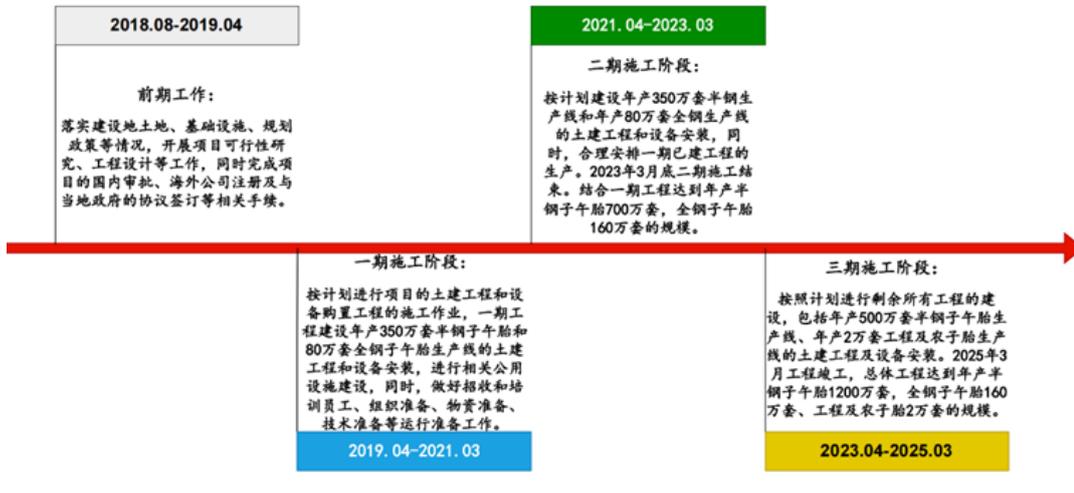
进一步实施生产全球化战略，建设塞尔维亚工厂。2018年8月，公司发布境外（塞尔维亚）项目可行性研究报告，即山东玲珑轮胎股份有限公司境外（塞尔维亚）投资建设年产1362万条高性能子午线轮胎项目。在此项目开展前，玲珑轮胎在国内分别建设了山东招远、山东德州、广西柳州3个工厂，国内湖北荆门工厂项目正在建设过程中。国外在泰国建设1个工厂。

塞尔维亚项目建设地点位于塞尔维亚东南部的兹雷尼亚宁市自贸区内。项目于2019年4月正式施工，预计2025年3月竣工，建设期为6年，规划用地面积130公顷，规划总建筑面积39.4万平方米。其中：一期总建筑面积18.5万平方米，二期总建筑面积11.1万平方米，三期总建筑面积9.7万平方米。主要从事各类高性能子午线轮胎的生产加工，达到年产各类高性能轮胎1362万套。其中：PCR轮胎1200万套、TBR轮胎160万套、工程胎及农用车子午胎2万套。项目总投资为9.9亿美元（折66.3亿人民币），建设投资贷款额为46.5亿人民币，6年期贷款。预计第7年达产，年可实现销售收入6.0亿美元（折40.2亿人民币）。

表 12：塞尔维亚工厂产品方案表

序号	代表规格	单位	年产量
一	PCR（半钢子午胎）	万套/年	1200
二	TBR（全钢子午胎）	万套/年	160
三	工程及农用车子午胎	万套/年	2
总计		万套/年	1362

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 51: 塞尔维亚项目建设进程


数据来源:公司公告,西南证券整理

表 13: 项目营业收入情况表

序号	产品名称	达产年产量(万套)	年均产值(万元)
一	一期工程		
1	PCR	350	65450.00
2	TBR	80	84240.00
二	二期工程		
1	PCR	350	65450.00
2	TBR	80	84240.00
三	三期工程		
1	PCR	500	93500.00
2	工程及农业子午胎	2	8972.00
	合计		401852.00

数据来源:公司公告,西南证券整理

加码塞尔维亚,丰富产品结构。2024年8月8日,公司发布境外(塞尔维亚)投资扩建项目可行性研究报告。拟在厂区现有的土地内进行建设,主要建设内容包括土建工程、设备购置、24MW的光伏发电工程等。达到年产各类高性能子午线轮胎110万套,液体再生胶0.6万吨。项目总投资为6.5亿美元(折46.2亿人民币),自筹资金1.9亿美元(折13.8亿人民币),占总投资的30%,银行贷款4.5亿美元(折32.4亿人民币),占总投资的70%。

表 14: 塞尔维亚工厂追加投资产品方案表

序号	代表规格	单位	年产量	备注
1	TBR(全钢子午胎)	万套/年	80	外售
2	工程子午胎	万套/年	5	
3	农业子午胎	万套/年	15	
4	翻新轮胎	万套/年	10	
5	液体再生胶	万吨/年	0.6	企业自用

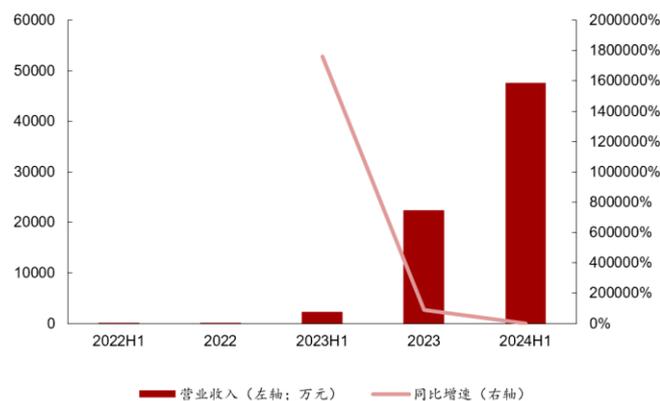
数据来源:公司公告,西南证券整理

塞尔维亚扩建项目计划 2024 年 12 月底前完成前期工作,于 2025 年 1 月开工,至 2030 年 12 月底竣工结束投入使用,建设工期为 6 年。项目达产后将实现年均营业收入 2.8 亿美元(折 20.1 亿人民币),年均净利润为 1.2 亿美元(折 8.8 亿人民币),投资回收期 6.25 年(含建设期),总投资收益率为 22.6%,资本金净利润率为 63.7%。

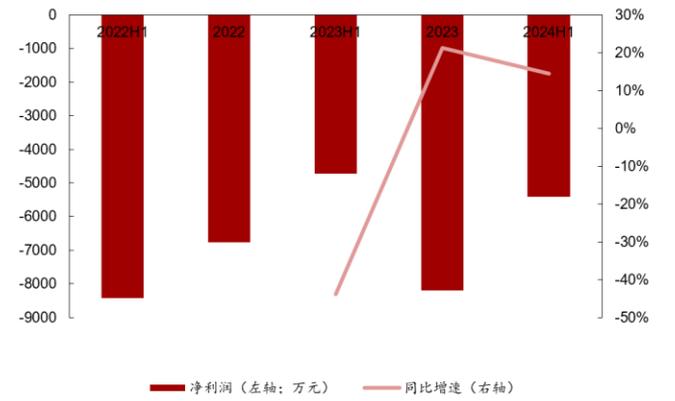
图 52: 塞尔维亚改扩建项目建设进程


数据来源:公司公告,西南证券整理

自 2022 年以来,塞尔维亚工厂营收稳定增长。2022H1 实现营业收入 0.13 万元,2023H1 营业收入出现显著增长,达到 2287.4 万元,2024H1 已实现营收 4.8 亿元,同比增长 1984%。2022 年至 2024 年上半年,工厂的持续亏损,2024 年上半年净利润为 -5405 万元,同比多亏损 680 万元。未来,随着工厂产能逐步释放,单位摊销成本下降,业绩有望实现扭亏,并成为公司业绩增长的重要支撑。

图 53: 2022 年以来塞尔维亚工厂营业收入及增速


数据来源:公司公告,西南证券整理

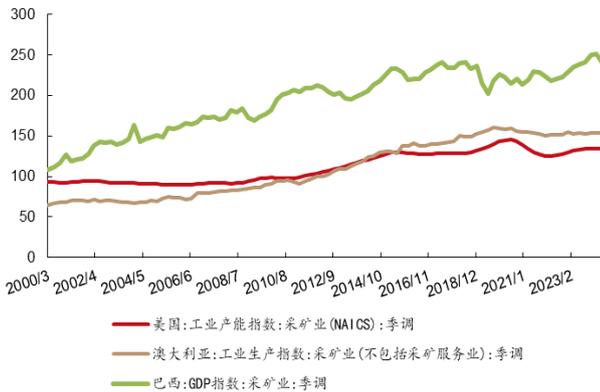
图 54: 2022 年以来塞尔维亚工厂净利润及增速


数据来源:公司公告,西南证券整理

3.2.4 “3+3” 战略：非公路轮胎产能全面升级，百亿规模未来可期

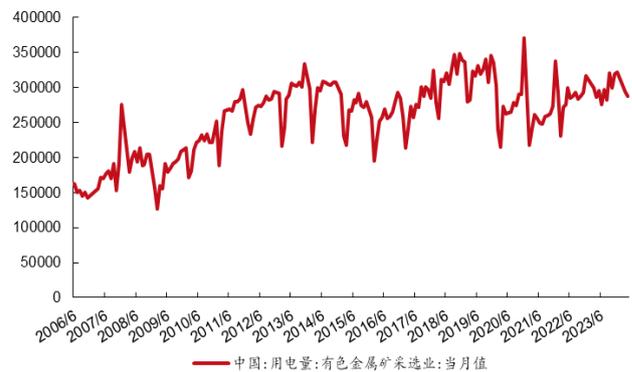
随着全球港口运输业的蓬勃发展、矿山开采业崛起与扩张、现代制造业物流机械化自动化的普及、发展中国家大力推进基础设施建设，同时，受益于农业机械设备的不断增加和农业替换轮胎需求不断增加，有力推动了非公路轮胎需求的持续增长。非公路轮胎在国外有着很大的市场，在国内，虽近两年受房地产业影响工程机械增长有所放缓，但新基建的大潮激发新一轮建设启动，工程机械市场有望恢复，同时，中国农业机械化程度不断提高，农业机械也会保持较好前景，因此，在国内非公路轮胎市场也有着很好的前景。

图 55：巴西、澳大利亚、美国采矿业指数



数据来源：Wind, 美联储, 澳大利亚统计局, 巴西国家地理与统计局, 西南证券整理

图 56：中国:用电量:有色金属矿采选业:当月值 (万千瓦时)



数据来源：Wind, 西南证券整理

非公路轮胎壁垒高，是未来中国胎企发展的新机遇。因非公路轮胎尺寸大、制造成本高、制造难度强，和已经白热化竞争的乘用车轮胎、商用车轮胎市场相比，市场环境相对较好，单体利润也要比乘用车和商用车轮胎高得多。从目前全球非公路轮胎市场的结构来看，普利司通、横滨、固特异、米其林和大陆依然是最主要的市场力量，它们在全球范围内拥有强大的制造和分销网络。非公路轮胎将是中国轮胎未来若干年面临的挑战也是发展新机遇。

截至 2023 年底，玲珑轮胎非公路轮胎产能规模较小，招远生产基地产能规模为 25 万条/年，广西生产基地产能规模为 14 万条/年，吉林生产基地“年产 14 万套非公路轮胎项目”2022 年下半年开始土建施工。客户方面，玲珑轮胎现与柳工实现全面且深度合作，成功配套凯斯纽荷兰 (CNH)、约翰迪尔 (John Deere)、临工、龙工等国际一流、国内一流主机厂，但受产能限制，产品系列少，在非公路轮胎领域缺少发力点。为满足非公路轮胎市场的强劲需求，丰富公司产品种类，增加市场份额，提升企业综合竞争力，公司对非公路轮胎 (如全钢巨胎、全钢工程胎、农业子午胎、斜交工程胎及小型非公路轮胎等) 产能进行全面升级规划，加大投资力度，在公司“7+5”战略全球布局中，实施“3+3”非公路轮胎产业布局，即在中国 3 个生产基地、海外三个生产基地均规划非公路轮胎产能。

玲珑轮胎非公路轮胎具体布局：于 2022 年发布“3+3”非公路轮胎全球战略规划，将于 2030 年前完成，最终达成全钢巨胎 3 万套、全钢工程胎 47 万套、农业子午胎 27 万套、斜交农业胎 5 万套、斜交工程胎 20 万套、其它非公路轮胎 60 万套的生产能力，共计折合 33.1 万吨。规划项目投资总预算约为 46.9 亿元，资金来源为公司自筹，非公路轮胎项目全部建成后，达产年预计实现销售收入 100 亿元。

首条 49 寸全钢巨胎下线。2024 年 1 月，公司自主研发的首条巨型子午胎 27.00R49 在公司子公司吉林玲珑轮胎有限公司成功下线，进一步完善了非公路轮胎产品体系，填补了公司在巨型工程子午胎领域的空白。吉林玲珑作为“3+3”非公路轮胎全球战略规划中的重要一环，以其智能化、数字化工厂的智造实力，为玲珑非公路在巨型子午胎发展领域提供了科技保障。

表 15：公司“3+3”非公路产能规划

名称	未来产能	折合重量	新增投资额	备注
招远生产基地	全钢工程胎 5 万套 农业子午胎 6 万套 斜交工程胎 8 万套 其它非公路轮胎 60 万套	7.26 万吨	1.19 亿元	利用现有设施改造及扩建
柳州生产基地	全钢工程胎 5 万套 斜交工程胎 12 万套	4.24 万吨	1.86 亿元	扩建
长春生产基地	全钢巨胎 1 万套 全钢工程胎 13 万套	6.16 万吨	9.36 亿元	新建
塞尔维亚生产基地	全钢工程胎 6 万套 农业子午胎 16 万套	4.32 万吨	10.77 亿元	新建且扩大原 2 万套/年的规划规模
海外第二特胎基地	全钢巨胎 1 万套 全钢工程胎 8 万套 农业子午胎 5 万套 斜交农业胎 5 万套	5.91 万吨	12.53 亿元	新建
海外第三特胎基地	全钢巨胎 1 万套 全钢工程胎 10 万套	5.2 万吨	11.18 亿元	新建
总计	162 万套	33.09 万吨	46.89 亿元	

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 持续夯实产品力，加强品牌建设

品牌力：“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”，2023 年品牌价值 827.2 亿元，第二十次荣登榜单，品牌价值较 2022 年提升近 150 亿元，连续十年保持每年 50 亿元以上的增长。2020-2023 年，连续四年入围英国品牌价值咨询公司品牌金融发布的“全球最具价值轮胎品牌”榜，是唯一连续四年上榜的中国轮胎企业。

图 57：公司轮胎销量证书



数据来源：公司官网，西南证券

打造了面向全球市场的差异化品牌，建立精细化品牌营销体系。公司目前已形成了“玲珑”“利奥”“ATLAS”“EVOLUXX”“GREEN MAX”“CROSS WIND”等面向全球市场的差异化品牌，并通过全球化的体育营销、整合营销、自媒体营销，以及大数据精准投放、流量新媒体的运营，不断进行品牌推广。随着用户、需求、渠道的变更，公司全面启动品牌焕新计划，向年轻化、智能化、国际化升级。同时，建立以“用户为中心”的精细化品牌营销体系，根据不同用户细分、用户不同阶段，设计品牌沟通内容和方式，以及不同的品牌营销方式；根据区域内门店覆盖率，使用不同的品牌投放策略，推进线上线下数字化营销闭环，与用户持续高效沟通，帮助渠道实现销量提升。打造具备一流技术水平、一流管理水平、一流品牌影响力的技术型轮胎制造企业。

产品力：依托完善的研发体系和强大的新产品开发能力，公司在低滚阻、高耐磨、超强操控性、“1+2”全生命周期过百万里程的轮胎、新能源轮胎等产品质量性能和技术研究处于世界一流水平。公司发布的玲珑新一代产品—新玲珑大师系列，新品以大师致控、大师致静、大师致享为产品矩阵，全系通配水膜克星、抗氧绒黑、玲珑芯顾客保障计划三大提升，在针对不同品类突出其差异化性能优势的同时，搭载玲珑 SEALIN 自修复技术、LLST 静音绵技术及 DUAL-SS 静音自修复一体化技术等新技术，进一步升级安全和静音性能。此外，新玲珑大师全系产品标配 RFID 芯片，实现轮胎全生命周期的有效管理和信息追溯，在行业内处于领先地位。

图 58：公司轮胎新玲珑大师系列



数据来源：公司官网，西南证券

2024年6月17日，玲珑商用车轮胎新玲珑终结者系列发布，涵盖远行者、安行者、韧行者、悍行者、力行者五大系列，在蜂巢技术平台的加持下，终结者系列针对不同运输需求展现了差异化的性能优势。长途运输的“远行者”提供了卓越的耐久性和操控性；城市配送的“安行者”则注重舒适性和安全性；重载爬坡的“韧行者”展现了出色的承载能力和抗磨损性；而在恶劣路况下，无论是“悍行者”还是“力行者”，都能为车辆提供稳定可靠的支持，确保行车安全。

图 59：公司商用车轮胎新玲珑终结者系列



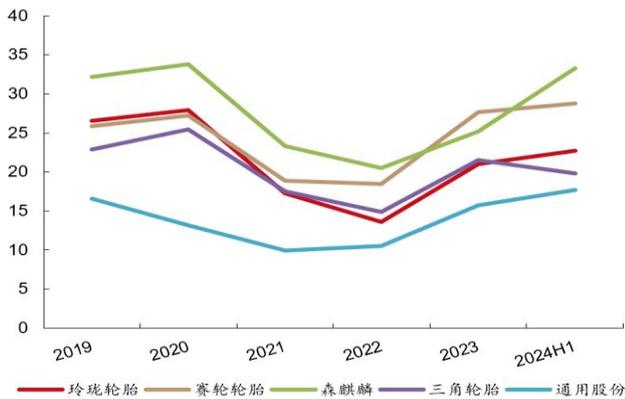
数据来源：公司官网，西南证券

4 财务分析：盈利水平有所回升，货币资金充裕

4.1 公司经营改善，盈利水平有所回升

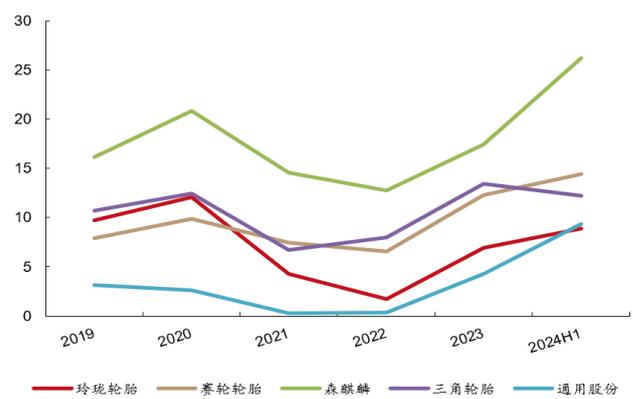
公司销售毛利率处于行业中等水平。纵向来看，2019-2022年，受行业环境影响，公司毛利率和净利率在2020年略微上升，但整体呈现下降趋势。2023年至今，随着全球汽车产业链复苏，轮胎需求回暖，公司不断突破创新，紧抓市场机遇，通过对外调整市场结构、对内构建全新产品体系，并在配套市场开展三个中高端结构（产品+车型+品牌）调整，实现了海内外业务的快速恢复，毛利率和净利率显著上升。2024H1，毛利率和净利率分别为22.7%和8.9%。横向来看，森麒麟毛利率和净利率均明显高于玲珑轮胎。未来，将持续推动“7+5战略”“智能制造”“新零售3.0”等一系列发展战略，加强海内外企业的成本管控，推进业务整合和市场拓展，强化多项领先技术，进一步完善轮胎产品体系，盈利水平具备提升空间。

图 60：公司与可比公司毛利率 (%)



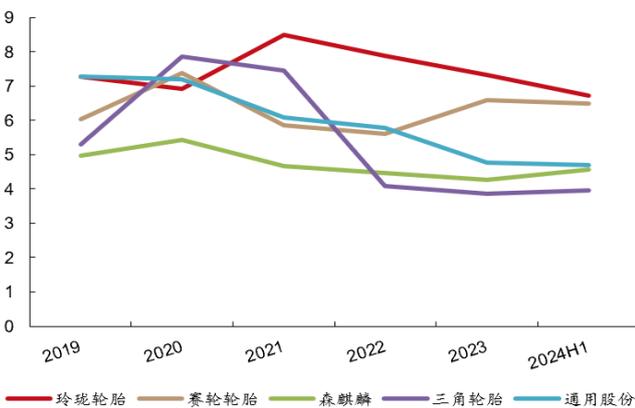
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 61：公司与可比公司净利率 (%)



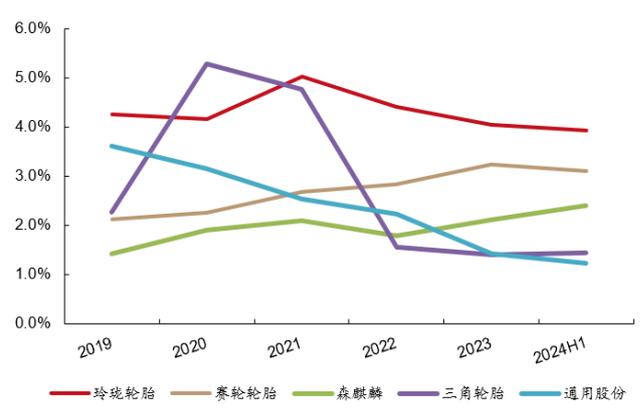
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 62：公司与可比公司管理费用率 (%)

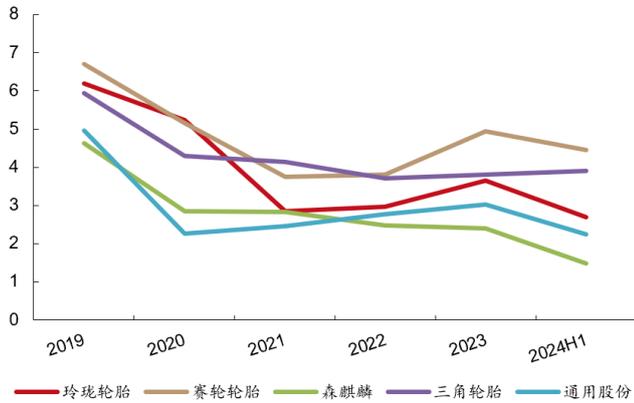


数据来源：Wind, 西南证券整理

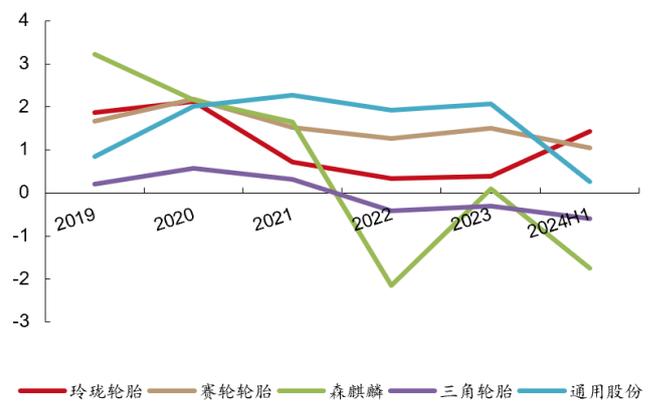
图 63：公司与可比公司研发费用率



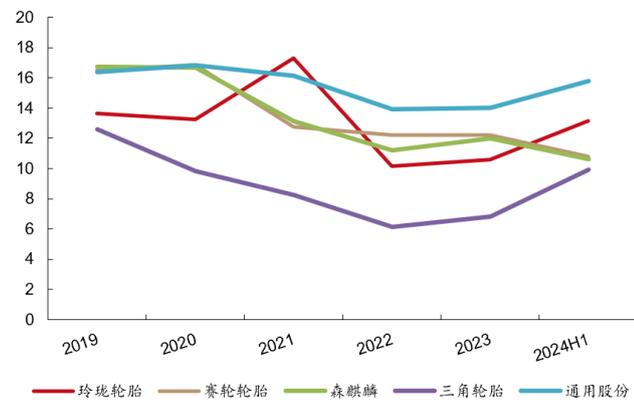
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 64: 公司与可比公司销售费用率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

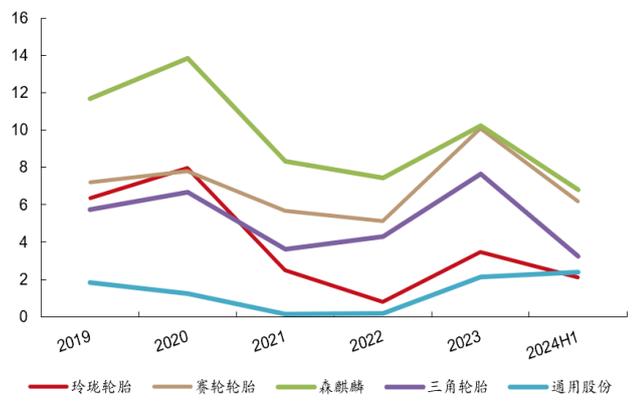
图 65: 公司与可比公司财务费用率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

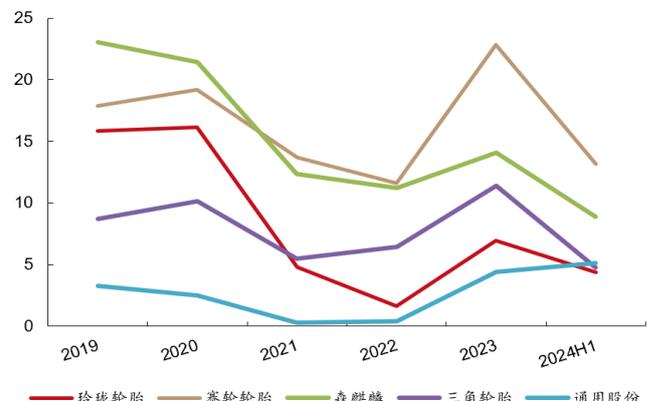
图 66: 公司与可比公司期间费用率 (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

目前, 公司 ROA/ROE 低于同行。公司 ROA/ROE 与净利率走势基本一致, 2024H1, 公司 ROA、ROE 分别为 2.1%、4.4%。

图 67: 公司与可比公司 ROA (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 68: 公司与可比公司 ROE (平均) (%)


数据来源: Wind, 西南证券整理

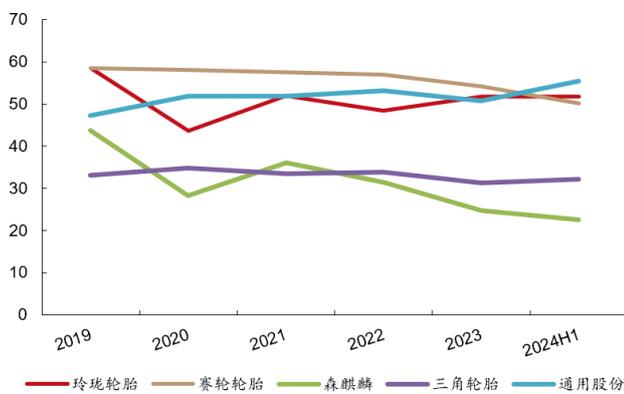
4.2 总资产和存货周转率较高，货币资金充裕

公司资产负债率处于行业中等水平，流动比率低于同行。2024H1，公司资产负债率和流动比率分别为 51.8% 和 0.8。企业资产的变现能力较低，短期偿债能力强。

总资产周转率和存货周转率处于行业中等水平。2024H1，公司总资产周转率和存货周转率分别为 0.2 次和 1.6 次。公司存货周转率近几年下降，说明公司存货周转速度变缓，存货流动性降低，变现能力减弱。

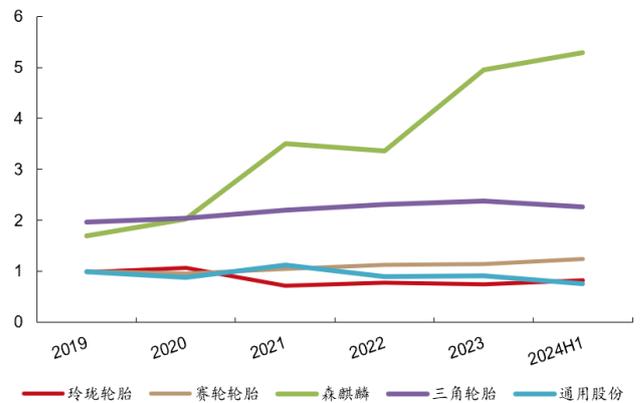
货币资金充裕，经营性现金流较好。公司货币资金和经营性现金流处于行业上游水平，2024H1，公司货币资金和经营性现金流分别为 39.8 亿元、12 亿元。

图 69：公司与可比公司资产负债率 (%)



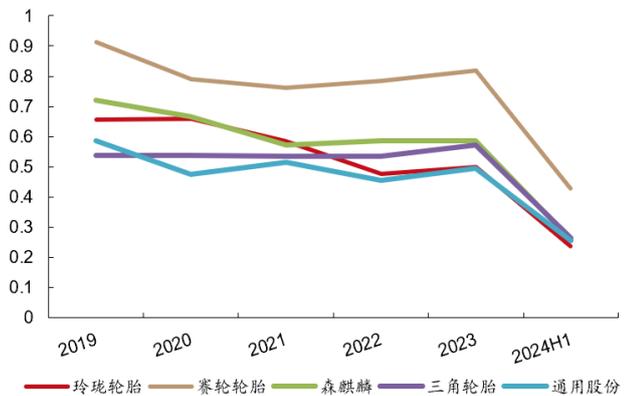
数据来源：Wind，西南证券整理

图 70：公司与可比公司流动比率走势



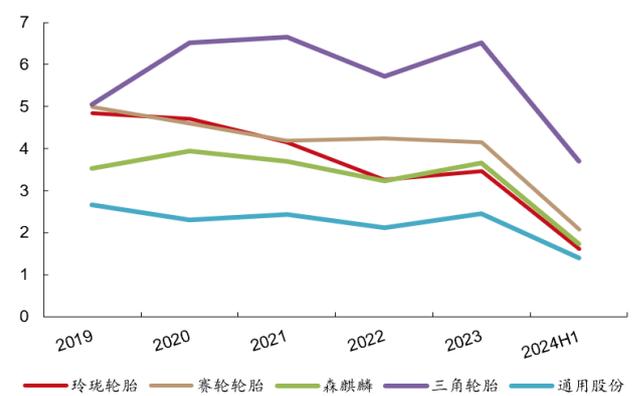
数据来源：Wind，西南证券整理

图 71：公司与可比公司总资产周转率 (次)

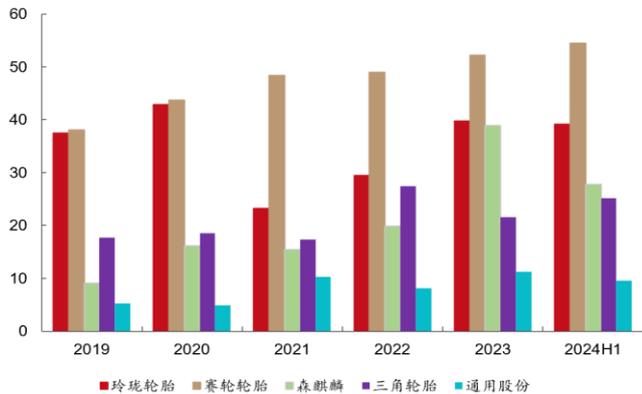


数据来源：Wind，西南证券整理

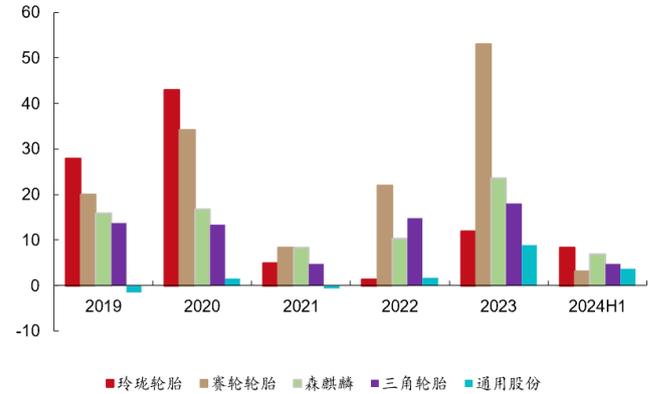
图 72：公司与可比公司存货周转率 (次)



数据来源：Wind，西南证券整理

图 73：公司与可比公司货币现金情况（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 74：公司与可比公司经营性现金流净额情况（亿元）


数据来源：Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

(1) 半钢胎：预计 24-26 年公司半钢胎产能分别为 9000/ 10200/ 10200 万条/年。随着新产能建成投产，产能陆续释放，产销量有望逐步提升，假设 24-26 年，公司半钢胎销量分别为 7990/ 9286/ 9490 万条，半钢胎产品均价分别为 191/ 194/ 196 元/条。

(2) 全钢胎：预计 24-26 年公司全钢胎产能分别为 2005/ 2005/ 2005 万条/年。随着全钢胎市场的修复，新建产能陆续释放，以及海外市场的开拓，产销量有望逐步提升，假设全钢胎销量分别为 1143/ 1283/ 1484 万条，全钢载重胎产品均价分别为 722/ 726/ 729 元/条。

(3) 非公路胎：公司在非公路轮胎领域实施了“3+3”战略，产品涵盖全钢工程胎和全钢巨胎，目前公司非公路轮胎业务板块斜交胎较多。假设 24-26 年公司非公路轮胎销量分别为 29/ 29/ 36 万条，随着全钢工程胎和巨胎的销量占比提升，非公路轮胎整体产品均价逐步提升，均价分别为 1500/ 2000/ 2300 元/条。随着产品优化与结构调整，塞尔维亚工厂建成投产，海外收入占比提升，以及工程胎逐步投产放量，盈利能力逐步改善，假设 24-26 年公司轮胎业务整体毛利率分别为 22.0%/ 22.1%/ 22.3%。

(4) 其他业务：预计 2024-2026 年营收均同比增长 5%，毛利率分别维持 40%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 16：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
轮胎业务	收入	19865.45	23919.40	27949.69	30272.72
	增速	18.76%	20.41%	16.85%	8.31%
	毛利率	20.73%	22.00%	22.10%	22.30%
其他业务	收入	299.82	314.81	330.55	347.08
	增速	7.52%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	39.79%	39.79%	39.79%	39.79%
合计	收入	20165.27	24234.21	28280.24	30619.80
	增速	18.58%	20.18%	16.70%	8.27%
	毛利率	21.01%	22.23%	22.31%	22.50%

数据来源：公司公告，西南证券

随着公司产品结构调整与优化，“7+5”和“3+3”全球战略持续推进，盈利水平改善，业绩具备向上空间。预计公司 2024-2026 年营业总收入分别为 242.3/ 282.8/ 306.2 亿元，增速分别为 20.2%/ 16.7%/ 8.3%，归母净利润分别为 22.6/ 27.4/ 31.6 亿元，增速分别为 62.5%/ 21.1%/ 15.5%。

5.2 相对估值

我们选取与公司主营业务相近的赛轮轮胎、森麒麟、通用股份、三角轮胎作为可比公司，2024-2026 年 4 家公司平均 PE 分别为 10/ 8/ 7 倍。随着公司产品结构调整与优化，“7+5”和“3+3”全球战略持续推进，盈利水平改善，业绩具备向上空间，业绩增速有望超越行业平均水平。给予公司 2024 年 15 倍 PE，对应目标价 22.95 元，维持“买入”评级。

表 17：可比公司估值（截至 2024.9.24）

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
601058.SH	赛轮轮胎	466.58	14.19	0.91	1.30	1.51	1.74	15.58	10.92	9.39	8.15
002984.SZ	森麒麟	248.34	24.13	1.85	2.15	2.53	2.94	13.03	11.24	9.52	8.19
601500.SH	通用股份	72.80	4.58	0.16	0.41	0.61	0.79	29.36	11.28	7.46	5.80
601163.SH	三角轮胎	111.04	13.88	1.61	1.87	2.06	2.34	8.61	7.42	6.74	5.93
平均值								16.65	10.21	8.28	7.02
601966.SH	玲珑轮胎	251.68	17.08	0.94	1.53	1.86	2.15	18.10	11.14	9.19	7.96

数据来源：Wind 一致性预期，西南证券整理

6 风险提示

1) 原材料价格波动风险。由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成不利影响。

2) 国际贸易摩擦风险。近年来，美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等一些国家和地区针对我国轮胎出口陆续开展“反倾销”调查，美国通过“双反”及 301 调查限制我国轮胎企业对美出口；欧盟地区为限制从中国进口轮胎，制定欧盟轮胎标签法规，提高轮胎技术标准，限制中国轮胎在欧盟市场的销售；部分国际轮胎企业也会以专利侵权为名，向目标国贸易委员会等部门提起诉讼，限制含中国轮胎企业在内的竞争对手开拓市场。

3) 在建项目不及预期风险。公司在建项目包括塞尔维亚、吉林、湖北、广西等项目，进度缓慢可能影响产能释放，对公司生产经营造成不利影响。

4) 汇率波动风险。公司海外营收占比近年来维持在 50%左右，汇率波动给公司经营带来的不确定性风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	201.65	242.34	282.80	306.20	净利润	13.91	22.59	27.37	31.61
营业成本	159.29	188.47	219.72	237.31	折旧与摊销	13.54	15.84	17.68	17.94
营业税金及附加	1.18	1.31	1.54	1.69	财务费用	0.80	6.10	4.32	3.91
销售费用	7.37	8.00	8.48	8.88	资产减值损失	-3.70	0.00	0.00	0.00
管理费用	6.62	17.65	19.47	20.46	经营营运资本变动	-7.32	5.64	-4.05	-2.21
财务费用	0.80	6.10	4.32	3.91	其他	-5.24	-0.61	-0.51	-0.53
资产减值损失	-3.70	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	11.99	49.57	44.81	50.73
投资收益	0.08	0.67	0.67	0.67	资本支出	-41.27	-2.40	-20.00	-21.00
公允价值变动损益	0.11	0.16	0.15	0.14	其他	10.01	2.08	4.37	5.15
其他经营损益	0.00	3.20	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31.26	-0.32	-15.63	-15.85
营业利润	15.28	24.84	30.09	34.76	短期借款	27.18	-13.55	-10.00	-10.00
其他非经营损益	0.01	0.01	0.01	0.01	长期借款	1.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	15.29	24.85	30.10	34.77	股权融资	-0.53	0.00	0.00	0.00
所得税	1.39	2.25	2.73	3.15	支付股利	-0.86	-2.78	-4.52	-5.47
净利润	13.91	22.59	27.37	31.61	其他	-2.82	-10.86	-2.32	-0.99
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	24.63	-27.19	-16.84	-16.47
归属母公司股东净利润	13.91	22.59	27.37	31.62	现金流量净额	7.06	22.05	12.34	18.42
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	39.80	61.85	74.19	92.61	成长能力				
应收和预付款项	47.56	52.95	62.26	68.18	销售收入增长率	18.58%	20.18%	16.70%	8.27%
存货	47.44	57.00	66.83	72.25	营业利润增长率	873.88%	62.51%	21.15%	15.51%
其他流动资产	5.12	2.00	2.29	2.46	净利润增长率	376.58%	62.47%	21.14%	15.51%
长期股权投资	0.71	0.71	0.71	0.71	EBITDA 增长率	102.38%	57.89%	11.36%	8.68%
投资性房地产	1.55	1.55	1.55	1.55	获利能力				
固定资产和在建工程	249.56	237.42	241.04	245.40	毛利率	21.01%	22.23%	22.31%	22.50%
无形资产和开发支出	10.46	9.16	7.85	6.55	三费率	7.33%	13.10%	11.41%	10.86%
其他非流动资产	31.10	29.94	26.38	22.04	净利率	6.90%	9.32%	9.68%	10.32%
资产总计	433.30	452.58	483.12	511.76	ROE	6.65%	10.10%	11.10%	11.59%
短期借款	93.55	80.00	70.00	60.00	ROA	3.21%	4.99%	5.67%	6.18%
应付和预收款项	56.90	72.78	83.01	89.51	ROIC	5.20%	9.29%	10.29%	11.15%
长期借款	21.65	21.65	21.65	21.65	EBITDA/销售收入	14.69%	19.30%	18.42%	18.49%
其他负债	52.10	54.40	61.86	67.86	营运能力				
负债合计	224.19	228.82	236.51	239.01	总资产周转率	0.50	0.55	0.60	0.62
股本	14.74	14.74	14.74	14.74	固定资产周转率	1.32	1.18	1.22	1.39
资本公积	88.98	88.98	88.98	88.98	应收账款周转率	5.68	5.45	5.60	5.34
留存收益	102.14	121.95	144.80	170.95	存货周转率	3.31	3.46	3.44	3.31
归属母公司股东权益	209.05	223.70	246.55	272.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.08%	—	—	—
少数股东权益	0.06	0.06	0.06	0.05	资本结构				
股东权益合计	209.11	223.76	246.61	272.75	资产负债率	51.74%	50.56%	48.96%	46.70%
负债和股东权益合计	433.30	452.58	483.12	511.76	带息债务/总负债	51.38%	44.42%	38.75%	34.16%
					流动比率	0.74	0.91	1.05	1.19
					速动比率	0.49	0.61	0.71	0.83
					股利支付率	6.17%	12.31%	16.51%	17.31%
业绩和估值指标					每股指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	29.63	46.78	52.09	56.61	每股收益	0.94	1.53	1.86	2.15
PE	18.10	11.14	9.19	7.96	每股净资产	14.19	15.18	16.73	18.51
PB	1.20	1.13	1.02	0.92	每股经营现金	0.81	3.36	3.04	3.44
PS	1.25	1.04	0.89	0.82	每股股利	0.06	0.19	0.31	0.37
EV/EBITDA	10.08	5.60	4.67	3.88					
股息率	0.34%	1.11%	1.80%	2.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljliong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	孙启迪	销售经理	19946297109	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
北京	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzf@swsc.com.cn