

# 玲珑轮胎 (601966.SH)

买入 (首次评级)

## 配套与零售业务并举，稳步推进“7+5”全球布局战略

### 投资要点:

公司是国内轮胎龙头，配套与零售并行，且持续推进全球化布局。公司主要产品包括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。公司制定“7+5”全球布局战略，目前在国内已布局有招远、德州、吉林、广西、湖北等生产基地，在海外已布局有泰国、塞尔维亚两个生产基地，全球化布局稳步推进中。公司坚持配套业务与零售业务并举，公司新零售战略持续升级。配套业务方面已为大众、奥迪、宝马、通用、福特、比亚迪、吉利等全球60多家主机厂的200多个生产基地提供配套服务，连续多年位居国内轮胎配套第一。在新能源汽车配套领域公司市占率近24%。

轮胎行业空间广阔，且24年以来轮胎需求维持增长。长逻辑看，2021年全球轮胎销售额达到1775亿美元，市场空间广阔。而近年来轮胎三巨头米其林、普利司通和固特异市场份额下降显著，三家合计市场份额从2003年的55.7%下降至2022年的38.9%。中国轮胎企业快速崛起，抢占市场份额。短期看，24年以来全球主要地区轮胎需求呈现增长态势。根据米其林官网，2024年1-6月全球乘用车及轻卡轮胎替换需求同比增长4%，全球(除中国)卡客车轮胎替换需求同比增长4%。

7月中旬以来海运费回落、10月中旬以来原材料价格回落，利好轮胎企业成本。截至11月27日，天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶、炭黑分别相较于10月中旬下降2.8%、19.4%、12.2%、4.6%。截至11月22日，上海出口集装箱运价综合指数为2160.08，较7月最高点已下降42.1%。

公司产能释放保障成长性，配套业务优势显著，且泰国工厂受益于PCR反倾销税率下调，盈利显著提升。1)根据公司2023年年报，截至2023年，公司轮胎设计产能达到12067万套，达产产能为9134万套，未来随着产能持续释放，公司成长性有保障。2)公司泰国工厂PCR反倾销税率从21.04%下降至4.53%，盈利能力有望进一步提升。3)公司配套业务居于国内轮胎配套业务第一，新能源领域市占率近24%。4)公司持续打造新零售业务，塑造公司品牌力优势。

盈利预测与投资建议：我们预计公司2024-2026年收入分别为239.00、274.41、300.02亿元，归母净利润分别为22.73、27.83、30.78亿元，EPS分别为1.55元、1.90元、2.10元。采用可比公司估值法，根据Wind一致预期，2024-2026年可比公司平均估值为11.50、9.20和7.79倍，公司目前估值倍数高于行业平均。我们认为公司配套业务行业领先、全球化布局持续推进、未来产能有序释放保障长期成长性，公司可享受部分估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示

海内外新建项目投产不及预期、天然橡胶等原材料价格波动、国际贸易摩擦加剧等、需求不及预期。

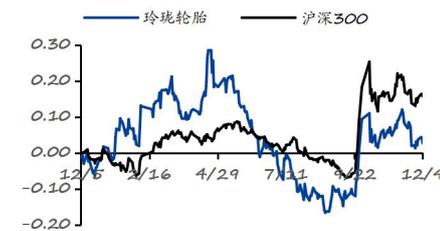
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	17,006	20,165	23,900	27,441	30,002
增长率	-8%	19%	19%	15%	9%
归母净利润(百万元)	292	1,391	2,273	2,783	3,078
增长率	-63%	377%	63%	22%	11%
EPS(元/股)	0.20	0.95	1.55	1.90	2.10
市盈率(P/E)	94.9	19.9	12.2	9.9	9.0
市净率(P/B)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2024-12-04
收盘价:	18.90元
总股本/流通股本(百万股)	1,463.50/1,463.50
流通A股市值(百万元)	27,660.20
每股净资产(元)	14.84
资产负债率(%)	52.42
一年内最高/最低价(元)	24.75/15.25

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 黄琨(S0210524050022)  
hs30570@hfzq.com.cn

### 相关报告



## 正文目录

1 配套与零售业务并行，稳步推进“7+5”战略.....	4
1.1 业务概览：多品牌并举、配套与零售并行，持续推进全球化布局.....	4
1.2 财务分析：公司经营稳健，23年业绩复苏显著.....	6
2 轮胎行业：万亿赛道国产企业份额提升，原材料/海运费边际改善.....	7
2.1 行业空间：轮胎兼具消费属性与制造属性，全球市场规模达万亿级.....	7
2.2 需求复盘：24年全球轮胎需求恢复显著，中国轮胎出口保持高增长.....	9
2.3 竞争格局：轮胎三巨头份额下降，中国轮胎企业崛起抢占市场.....	10
2.4 盈利：海运费、原材料边际改善利好轮胎企业，海外建厂提升盈利水平.....	12
2.4.1 原材料：10月中旬以来原材料价格回落，利好轮胎企业成本.....	12
2.4.2 海运费：轮胎企业出口多以FOB为主，且7月以来海运费出现松动.....	13
2.4.3 海外建厂：中国轮胎企业海外工厂盈利能力强，提升总体盈利水平.....	15
2.5 贸易壁垒：双反致使中国轮胎输美大幅减少，国内轮胎企业出海建厂.....	16
3 公司优势：配套业务打造独特优势，全球化布局助力发展.....	18
3.1 优势一：海外双基地成型、国内产能持续投放，产能丰富助力公司成长.....	18
3.2 优势二：泰国乘用车及轻卡胎双反税率下降，公司泰国工厂有望收益.....	19
3.3 优势三：公司配套领域市占率行业领先，前瞻性布局新能源领域.....	20
3.4 优势四：新零售战略升级，持续打造公司品牌力.....	21
4 盈利预测与投资建议.....	22
4.1 盈利预测.....	22
4.2 投资建议.....	23
5 风险提示.....	23



## 图表目录

图表 1:	玲珑轮胎全球化布局情况	4
图表 2:	2023 年公司各基地生产产能及开工率情况 (万套)	5
图表 3:	玲珑轮胎已实现配套品牌情况	6
图表 4:	2014-2024 年前三季度公司营业收入情况	6
图表 5:	2014-2024 年前三季度公司归母净利润情况	6
图表 6:	2014-2024 年前三季度公司盈利能力 (%)	7
图表 7:	2014-2024 年前三季度费用率情况 (%)	7
图表 8:	2016-2022 年全球轮胎销售额情况	8
图表 9:	2015-2023 年全球轮胎销量情况	8
图表 10:	全球乘用车轮胎市场结构拆分 (百万条)	8
图表 11:	2023 年全球乘用车及轻卡轮胎消费结构	9
图表 12:	2023 年全球卡客车轮胎消费结构	9
图表 13:	2023 年全球乘用车及轻卡轮胎需求变动	9
图表 14:	2023 年全球卡客车轮胎需求变动	9
图表 15:	2024 年 1-6 月全球乘用车及轻卡轮胎需求	10
图表 16:	2024 年 1-6 月全球卡客车轮胎需求	10
图表 17:	中国新的充气橡胶轮胎出口情况 (万条)	10
图表 18:	2003 年全球轮胎市场份额情况	11
图表 19:	2022 年全球轮胎市场份额情况	11
图表 20:	2023 年全球轮胎 75 强榜单 (亿美元)	11
图表 21:	赛轮轮胎 2023 年成本结构情况	12
图表 22:	米其林 2023 年轮胎原材料成本构成	12
图表 23:	中国天然橡胶日度价格走势 (元/吨)	12
图表 24:	中国顺丁橡胶日度价格走势 (元/吨)	12
图表 25:	中国丁苯橡胶日度价格走势 (元/吨)	13
图表 26:	中国炭黑日度价格走势 (元/吨)	13
图表 27:	中国出口集装箱运价指数	14
图表 28:	上海出口集装箱运价指数	14
图表 29:	2023 年赛轮轮胎海外工厂及总净利率对比	15
图表 30:	2023 年森麒麟海外工厂及总净利率对比	15
图表 31:	2023 年通用股份海外工厂及总净利率对比	15
图表 32:	2023 年贵州轮胎海外工厂及总净利率对比	15
图表 33:	美国进口自中国 PCR 数量及占比	16
图表 34:	美国进口自中国 TBR 数量及占比	16
图表 35:	中国轮胎企业赴海外建厂情况梳理	16
图表 36:	亚洲主要地区双反税率情况	17
图表 37:	公司各基地生产产能及开工率情况 (万套)	18
图表 38:	公司本轮反倾销税率大幅下降	19
图表 39:	2023 年玲珑轮胎泰国工厂及总净利率对比	19
图表 40:	24 年前三季度销售毛利率、净利率提升	19
图表 41:	公司各基地生产产能及开工率情况 (万套)	21
图表 42:	玲珑轮胎推出新零售 3.0 模式	21
图表 43:	玲珑轮胎养车驿站	21
图表 44:	公司业绩拆分预测表	22
图表 45:	可比公司估值表	23
图表 46:	财务预测摘要	25

## 1 配套与零售业务并行，稳步推进“7+5”战略

### 1.1 业务概览：多品牌并举、配套与零售并行，持续推进全球化布局

公司是国内轮胎龙头企业，产品全面、品牌多元。公司是集轮胎研发、制造与销售为一体的技术型轮胎生产企业。公司产品全面，产品可应用于多个领域，主要产品包括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。公司产品品牌多元化，目标定位全球市场做差异化营销，目前已孵化出包括“玲珑”、“利奥”、“ATLAS”、“EVOLUXX”、“GREEN MAX”、“CROSS WIND”等多个品牌，产品销往全球173个国家。

公司制定“7+5”战略，并实施“3+3”非公路轮胎产业布局，持续推进全球化布局。公司的“7+5”战略指在国内布局7个工厂、在海外布局5个工厂。此外，为丰富公司产品种类、提升综合竞争力，公司还针对非公路轮胎提出“3+3”产业布局，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。根据玲珑轮胎2023年年报，公司目前在国内已布局有招远、德州、吉林、广西、湖北等生产基地，在海外已布局有泰国、塞尔维亚两个生产基地，全球化布局稳步推进中。

图表 1：玲珑轮胎全球化布局情况



数据来源：公司年报，华福证券研究所

公司海内外基地产能丰富，有力保障了公司的长期成长性。根据玲珑轮胎2023年年报，公司目前轮胎设计产能达到12067万套，达产产能为9134万套，2023年总产能利用率为87%。具体梳理公司海内外产能情况：

1) 国内产能：目前公司在国内已布局有招远、德州、吉林、广西、湖北等生产基地。截至2023年，公司在招远工厂实际达产3000万套乘用车及轻卡胎、585万套卡客车胎、25万套非公路胎；在德州工厂实际达产900万套乘用车及轻卡胎、320万套卡客车胎；在广西工厂实际达产1100万套乘用车及轻卡胎、200万套卡客车胎、14万



套非公路胎；在湖北工厂实际达产 900 万套乘用车及轻卡胎、240 万套卡客车胎；在吉林工厂实际达产 150 万套乘用车及轻卡胎、100 万套卡客车胎。

2) 公司目前在海外拥有泰国及塞尔维亚两个工厂。截至 2023 年，公司在泰国工厂实际达产 1300 万套乘用车及轻卡胎、220 万套卡客车胎；公司在塞尔维亚工厂实际达产 80 万套卡客车胎。

图表 2: 2023 年公司各基地生产产能及开工率情况 (万套)

生产基地	产品	设计产能	实际达产产能	产能利用率	在建产能预计完工时间
招远	乘用车及轻卡胎	3000	3000	94%	
	卡客车胎	585	585	69%	
	非公路胎	25	25	64%	
德州	乘用车及轻卡胎	1000	900	97%	
	卡客车胎	320	320	58%	
泰国	乘用车及轻卡胎	1500	1300	86%	
	卡客车胎	220	220	88%	
广西	非公路胎	17	14	50%	2024 年上半年
	乘用车及轻卡胎	1000	1100	92%	
湖北	卡客车胎	200	200	48%	
	乘用车及轻卡胎	1200	900	94%	2024 年
吉林	卡客车胎	240	240	50%	
	乘用车及轻卡胎	1200	150	89%	2024 年达到 600 万条
塞尔维亚	卡客车胎	200	100	62%	
	乘用车及轻卡胎	1200			2025 年
合计	卡客车胎	160	80	43%	2024 年
		12067	9134	87%	

数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

**公司坚持配套业务与零售业务并举。**公司坚持零售业务与配套业务并驾齐驱。1) **零售业务方面**, 公司新零售战略持续升级。公司产品销往世界 173 个国家, 市场业务遍及欧洲、中东、美洲、亚太、非洲等全球各大区域, 并且在全球各大洲销售网络分布较均衡, 实现全覆盖的销售网络体系。2) **配套业务方面**, 公司凭借多年打造的技术力与品牌力, 已为大众、奥迪、宝马、通用、福特、本田、日产、上汽通用、红旗、五菱、比亚迪、吉利等全球 60 多家主机厂的 200 多个生产基地提供配套服务, 实现了对中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套, 连续多年位居国内轮胎配套第一。在新能源汽车配套领域, 公司前瞻布局, 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、赛力斯等新能源车企。



图表 3: 玲珑轮胎已实现配套品牌情况

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: 公司年报, 华福证券研究所

1.2 财务分析: 公司经营稳健, 23 年业绩复苏显著

2023 年以来公司业绩实现显著复苏。受益于公司自身产能的快速扩张, 公司 2020 年前处于稳健增长态势。2020 年后由于疫情抑制需求、海运费上涨、原材料涨价等因素影响, 公司营收规模及业绩有所承压。2023 年公司业绩恢复显著, 实现营收 201.65 亿元, 同比增长 18.58%; 实现归母净利润 13.91 亿元, 同比增长 376.88%。2024 年前三季度公司业绩持续向好, 实现营收 159.49 亿元, 同比增长 9.77%; 实现归母净利润 17.12 亿元, 同比增长 78.39%。

图表 4: 2014-2024 年前三季度公司营业收入情况

图表 5: 2014-2024 年前三季度公司归母净利润情况



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

2022年后公司盈利能力有所恢复。2023年公司销售毛利率和净利率分别为21.01%、6.90%。2024年前三季度,公司盈利能力进一步提升,公司销售毛利率和销售净利率分别为24.35%、10.73%。

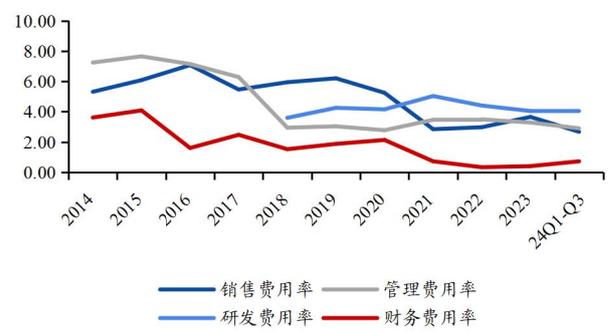
公司费用率总体控制在合理水平。公司经营与管理能力优异,近年来费用水平控制良好,费用率呈现逐年下降态势。2023年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为3.65%、3.28%、0.40%、4.04%,费用率总体控制水平良好。

图表 6: 2014-2024 年前三季度公司盈利能力 (%)



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

图表 7: 2014-2024 年前三季度费用率情况 (%)



数据来源: Wind、公司年报, 华福证券研究所

## 2 轮胎行业: 万亿赛道国产企业份额提升, 原材料/海运费边际改善

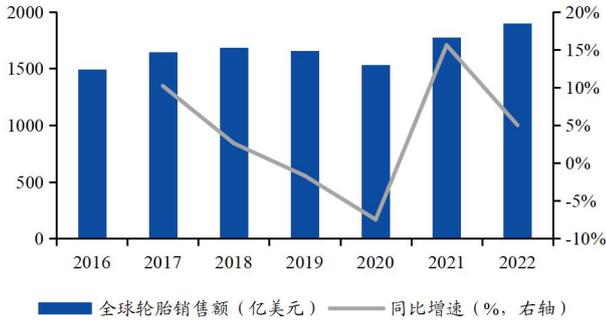
### 2.1 行业空间: 轮胎兼具消费属性与制造属性, 全球市场规模达万亿级

轮胎兼具制造属性与消费属性。一方面, 轮胎作为汽车的零部件, 行业发展与汽车行业的发展保持一定相关性, 受到宏观经济周期、汽车制造需求等因素的影响, 具备一定的周期性。另一方面, 存量汽车又需要在零售替换市场上更换轮胎, 是存量汽车的必选消费品, 具备一定消费刚性。

全球轮胎市场空间可达到万亿级规模。2020年受全球疫情影响, 全球轮胎销售

额及销量均出现一定程度下滑，2021 年开始出现恢复。根据米其林年报数据，2022 年全球轮胎销售额约 1900 亿美元，2023 年全球轮胎销量达到 17.84 亿条。

图表 8: 2016-2022 年全球轮胎销售额情况



数据来源: 轮胎商业、中商情报网、米其林年报, 华福证券研究所

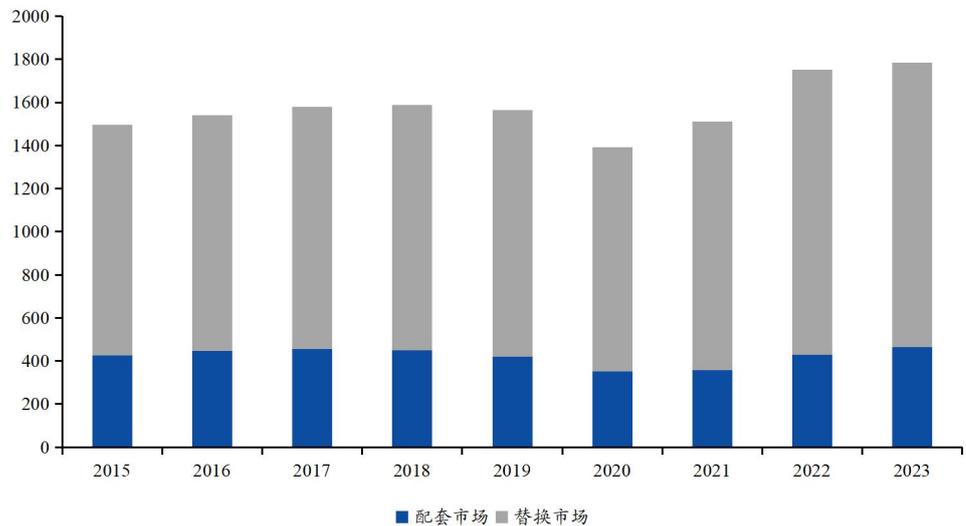
图表 9: 2015-2023 年全球轮胎销量情况



数据来源: 中商情报网、华经产业研究院、米其林年报, 华福证券研究所

**全球轮胎市场需求以替换需求为主。**轮胎下游需求可分为替换需求与配套需求。配套需求指在新车出厂时原装配备的轮胎，替换需求指汽车在后续使用时轮胎达到一定寿命后进行更换替换的轮胎。轮胎配套需求通常与当年汽车产量相关，替换需求则与汽车保有量相关。根据米其林 2023 年报数据，2023 年全球轮胎替换市场需求约 13.21 亿条，配套市场需求约 4.64 亿条，替换市场是轮胎下游的主要需求。

图表 10: 全球乘用车轮胎市场结构拆分 (百万条)



数据来源: 华经产业研究院、米其林年报, 华福证券研究所

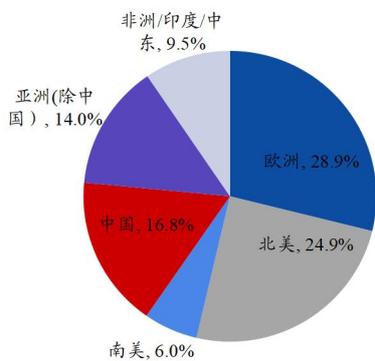
**从区域结构看，乘用车及轻卡轮胎消费以欧美市场为主，卡客车胎最大消费国为中国。**根据米其林 2023 年年报数据，全球乘用车及轻卡轮胎消费以欧美市场为主。2023 年全球乘用车及轻卡领域轮胎需求量约为 15.73 亿条，其中欧洲地区占比 28.9%、北美地区占比 24.9%，两个区域合计需求量占比超过 50%，是全球最重要的轮胎消费市场。中国乘用车及轻卡领域轮胎需求量约为 2.65 亿条，占比 17%。中国是全球最大的卡客车轮胎消费市场。2023 年全球卡客车领域轮胎需求量大约为 2.12 亿条，中



国卡客车轮胎需求量 0.62 亿条，占比约 29.4%，是全球最大的卡客车轮胎消费市场。

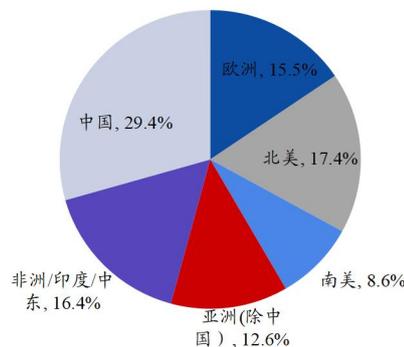
欧洲需求占比 15.5%、北美地区占比 17.4%。

图表 11: 2023 年全球乘用车及轻卡轮胎消费结构



数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

图表 12: 2023 年全球卡客车轮胎消费结构



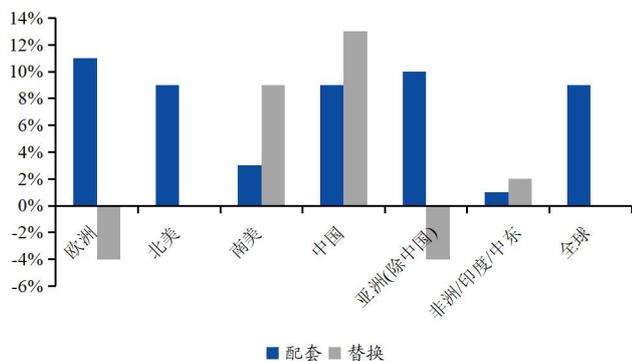
数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

## 2.2 需求复盘: 24 年全球轮胎需求恢复显著, 中国轮胎出口保持高增长

2023 年中国乘用车及轻卡轮胎市场需求旺盛, 而海外乘用车及轻卡轮胎市场替换需求略有下降。根据米其林 2023 年年报, 2023 年全球乘用车及轻卡轮胎市场需求量增长 2%, 恢复至 2019 年水平。更具体的看, 2023 年中国乘用车及轻卡轮胎市场在疫情结束后呈现显著回暖态势, 配套市场需求量增长 9%、替换市场需求增长 13%。而海外轮胎市场替换需求则由于高通胀、经济疲软等因素相对弱势。2023 年欧洲地区乘用车及轻卡轮胎替换需求下降 4%、北美乘用车及轻卡轮胎替换需求基本持平、亚洲除中国外地区乘用车及轻卡轮胎替换需求下降 4%。

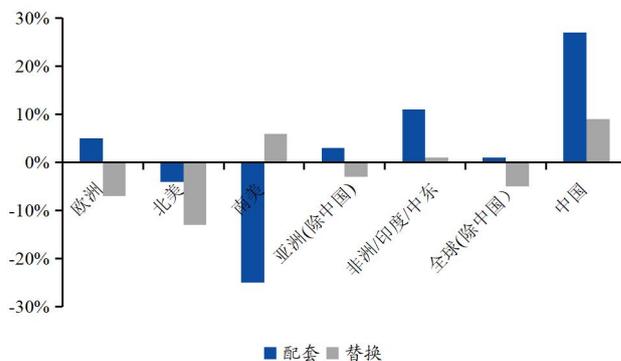
2023 年全球卡客车轮胎需求则较为疲软, 欧美市场替换需求显著下降。根据米其林 2023 年年报, 2023 年全球除中国外市场卡客车轮胎需求量下降 5%。2023 年中国卡客车轮胎配套市场需求量增长 27%、替换市场需求增长 9%。但海外卡客车轮胎市场较为疲软, 欧洲地区卡客车胎替换需求下降 7%、北美卡客车胎替换需求下降 13%。

图表 13: 2023 年全球乘用车及轻卡轮胎需求变动



数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

图表 14: 2023 年全球卡客车轮胎需求变动

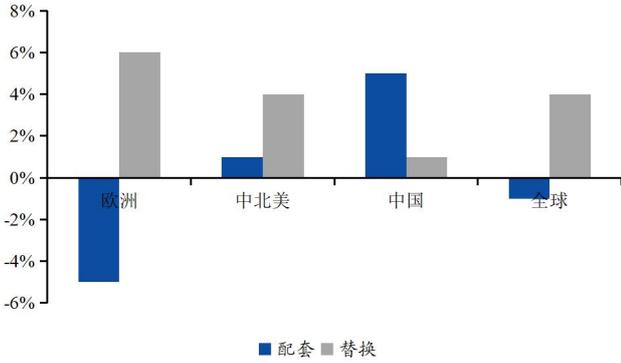


数据来源: 米其林年报, 华福证券研究所

2024 年以来全球主要区域轮胎替换需求大幅回暖。随着全球经济复苏回暖, 2024

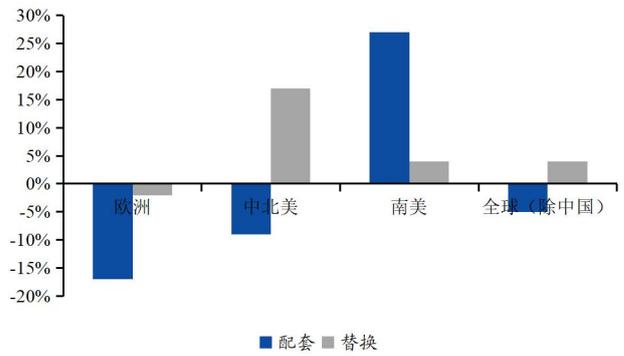
年以来全球轮胎市场替换需求处于持续增长态势。根据米其林官网，2024年1-6月全球乘用车及轻卡轮胎替换需求同比增长4%。其中欧洲、中北美、中国地区乘用车及轻卡轮胎替换需求分别同比增长6%、4%、1%。2024年1-6月全球（除中国）卡客车轮胎替换需求同比增长4%。其中欧洲、中北美、南美地区乘用车及轻卡轮胎替换需求分别同比变动-2%、+17%、+4%。

图表 15: 2024 年 1-6 月全球乘用车及轻卡轮胎需求



数据来源: 米其林官网, 华福证券研究所

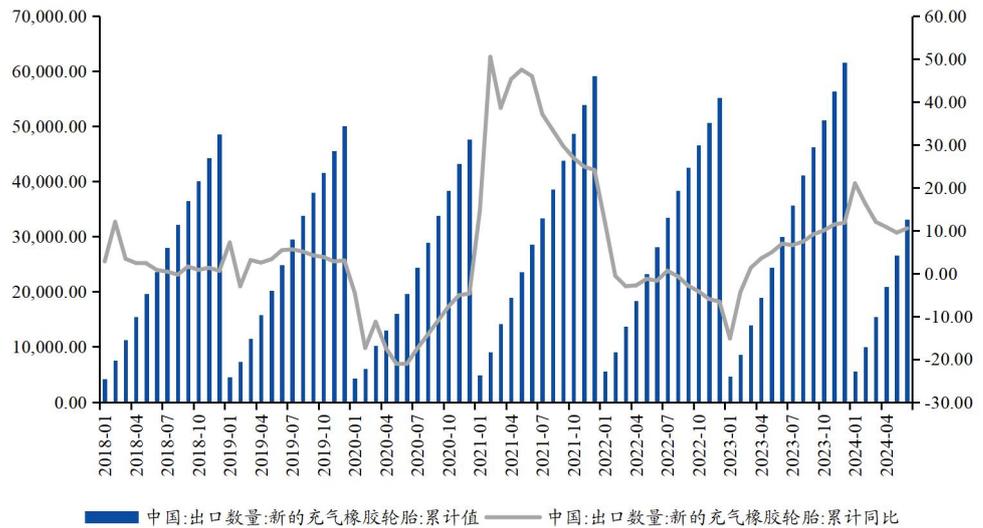
图表 16: 2024 年 1-6 月全球卡客车轮胎需求



数据来源: 米其林官网, 华福证券研究所

23 年以来中国轮胎出口量保持高增长态势。根据 Wind 及国家统计局数据，2023 年中国新的充气橡胶轮胎出口量为 6.16 亿条，同比增长 11.8%。2024 年 1-6 月中国新的充气橡胶轮胎出口量为 3.31 亿条，同比增长 10.5%。2023 年以来中国轮胎出口保持较高增速，出口需求旺盛。

图表 17: 中国新的充气橡胶轮胎出口情况 (万条)



数据来源: Wind, 海关总署, 华福证券研究所

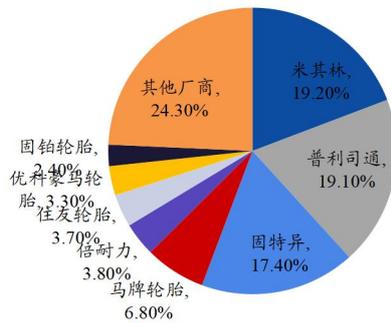
### 2.3 竞争格局: 轮胎三巨头份额下降, 中国轮胎企业崛起抢占市场

近二十年间轮胎行业三巨头市场份额明显下滑。轮胎行业三巨头米其林、普利司通和固特异市场份额呈现显著下降趋势。根据米其林年报援引轮胎商业数据，2003 年普利司通、米其林和固特异三家合计市占率为 55.7%。而到了 2022 年三巨头合计



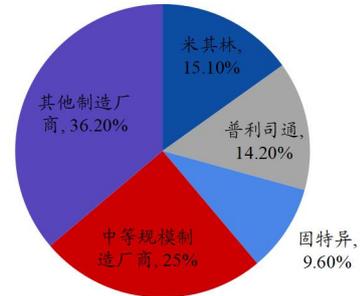
市场份额已下滑至 38.9%。

图表 18: 2003 年全球轮胎市场份额情况



数据来源: 米其林年报、轮胎商业, 华福证券研究所

图表 19: 2022 年全球轮胎市场份额情况



数据来源: 米其林年报、轮胎商业, 华福证券研究所

**中国轮胎企业快速崛起, 不断提升自身市场份额。**近年来中国轮胎企业竞争力不断增强, 在产品力、销售渠道等方面都有长足进步, 在全球轮胎市场中市占率显著提升。根据 2023 年轮胎商业发布的全球轮胎 75 强榜单, 来自于中国大陆及中国台湾地区的轮胎企业总数达到 36 家, 相较于 2021、2022 年的 30、34 家稳步提升。来自中国大陆及中国台湾地区的中策橡胶、正新橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎进入全球轮胎企业前 20 强。

图表 20: 2023 年全球轮胎 75 强榜单 (亿美元)

排名	企业名称	国家/地区	2022 年销售额 (亿美元)
1	米其林	法国	282.60
2	普利司通	日本	266.00
3	固特异	美国	178.92
4	大陆集团	德国	124.20
5	住友橡胶	日本	71.60
6	倍耐力	意大利	68.57
7	韩泰轮胎	韩国	63.10
8	优科豪马	日本	57.45
9	中策橡胶	中国	41.76
10	正新橡胶	中国台湾	36.77
11	东洋轮胎	日本	34.70
12	赛轮集团	中国	32.94
13	阿波罗	印度	31.37
14	MRF	印度	31.37
15	佳通轮胎	新加坡	28.40
16	锦湖轮胎	韩国	27.59
17	玲珑轮胎	中国	24.65
18	耐克森	韩国	21.35
19	JK 轮胎	印度	18.71
20	诺记轮胎	芬兰	17.65

数据来源: 轮胎商业、车轱辘网, 华福证券研究所



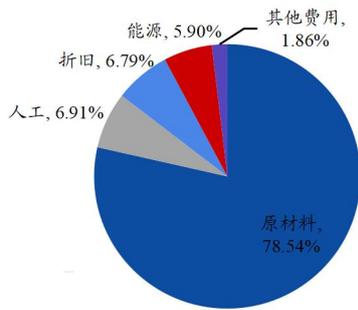
## 2.4 盈利：海运费、原材料边际改善利好轮胎企业，海外建厂提升盈利水平

### 2.4.1 原材料：10月中旬以来原材料价格回落，利好轮胎企业成本

原材料是轮胎的主要成本项。根据赛轮轮胎 2023 年年报，公司轮胎产品主要成本为原材料，在成本中占比达到 78.54%。轮胎其余成本占比为：人工成本占 6.91%、折旧占 6.79%、能源占 5.90%、其他费用占 1.86%。原材料价格波动将对轮胎成本及盈利产生影响。

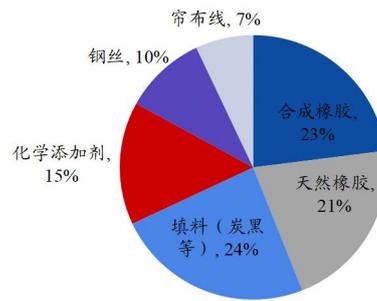
天然橡胶、合成橡胶、填料（炭黑等）占轮胎原材料成本的 68%。根据米其林 2023 年年报，轮胎原材料可以分为合成橡胶、天然橡胶、填料（炭黑等）、化学添加剂、钢丝、帘布线等几大类。其中合成橡胶在原材料成本中占比 23%、天然橡胶占比 21%、填料（炭黑等）占比 24%，是轮胎原材料成本中占比前三大项，合计占比达到 68%，是影响轮胎原材料成本的主要项目。

图表 21：赛轮轮胎 2023 年成本结构情况



数据来源：赛轮轮胎年报，华福证券研究所

图表 22：米其林 2023 年轮胎原材料成本构成

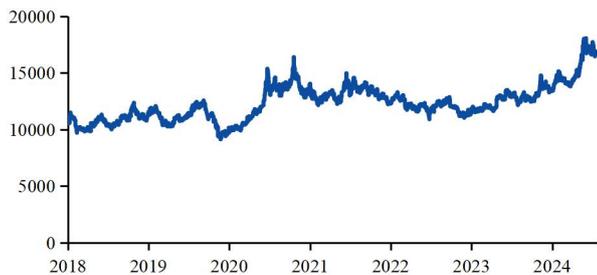


数据来源：米其林年报，华福证券研究所

10月中旬以来天然橡胶、合成橡胶价格均开始呈现回落态势，利好轮胎企业成本。自 2024 年 10 月中旬以来，轮胎主要原材料价格均有不同程度的回落，对轮胎企业的成本形成一定利好。根据卓创资讯数据，截至 11 月 27 日，天然橡胶、顺丁橡胶、丁苯橡胶、炭黑均价分别为 16650、13000、14567、7750 元/吨，分别相较于 10 月中旬的价格高点下降 2.8%、19.4%、12.2%、4.6%。综合看，随着天然橡胶、合成橡胶价格的回落，轮胎企业成本端形成利好。

图表 23：中国天然橡胶日度价格走势（元/吨）

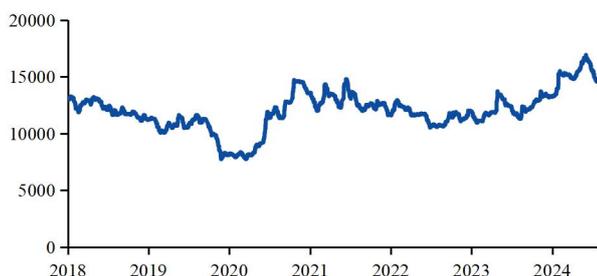
图表 24：中国顺丁橡胶日度价格走势（元/吨）



— 上海市场国营SCRWF日度市场价格

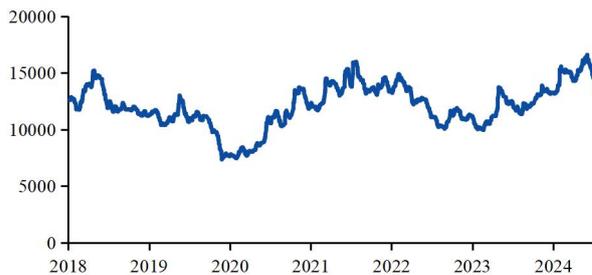
数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

图表 25：中国丁苯橡胶日度价格走势（元/吨）



— 中国丁苯橡胶(1502)日度均价(元/吨)

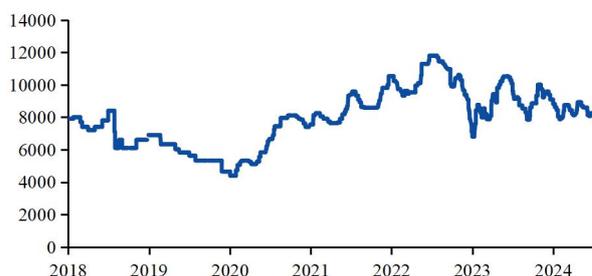
数据来源：卓创资讯，华福证券研究所



— 中国顺丁橡胶(BR9000)日度均价(元/吨)

数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

图表 26：中国炭黑日度价格走势（元/吨）



— 中国炭黑日度均价(元/吨)

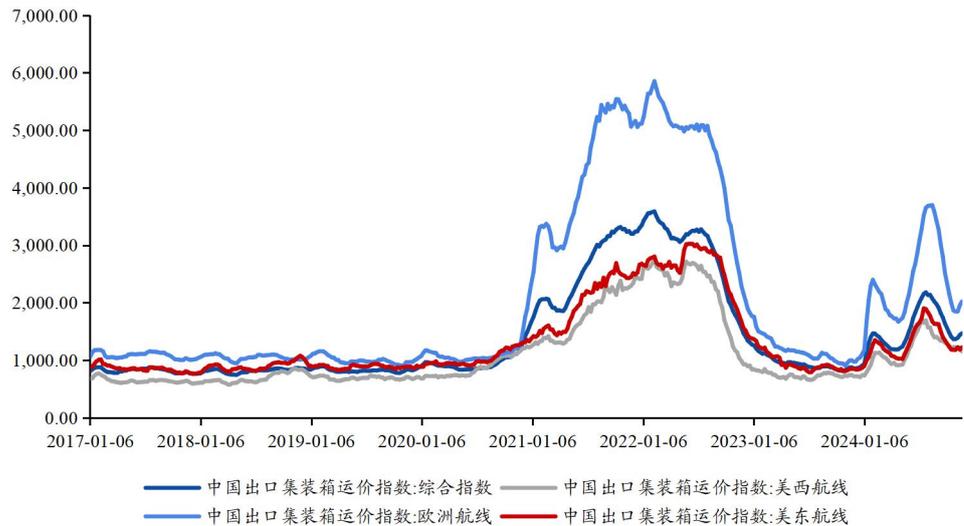
数据来源：卓创资讯，华福证券研究所

#### 2.4.2 海运费：轮胎企业出口多以 FOB 为主，且 7 月以来海运费出现松动

2024 年 1-7 月海运费价格有所上涨。根据 Wind 数据，截至 2024 年 7 月 19 日，中国出口集装箱综合运价指数为 2153.56 点，相较于 2024 年年初已大幅上涨 130%。更具体的看主要航线价格指数走势，美西航线运价指数、美东航线运价指数、欧洲航线运价指数分别相较于年初上涨 126%、111%、198%，主要航线运价指数均有显著上涨，2024 年 1-7 月海运费价格呈现明显上涨趋势。



图表 27: 中国出口集装箱运价指数

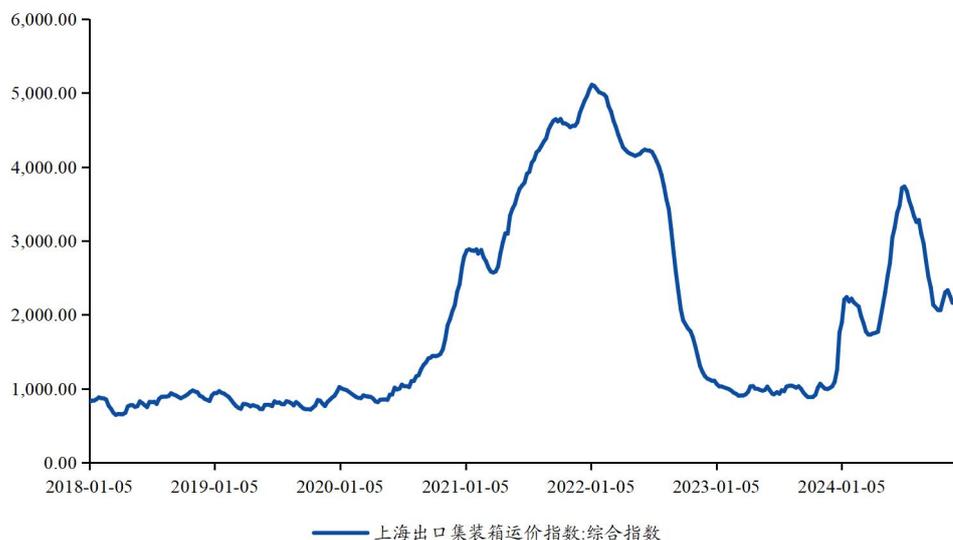


数据来源: Wind, 华福证券研究所

轮胎企业出口多以 FOB 为主, 海运费上涨对轮胎企业影响小。根据各家轮胎企业在投资者互动平台回复, 中国轮胎企业出口订单多以 FOB 模式为主。如赛轮轮胎表示“公司在国内将产品发运给经销商时一般由公司承担物流费用, 外销大多为 FOB 模式, 运费由客户承担”、森麒麟表示“公司订单基本为 FOB 模式”。由于轮胎企业出口多以 FOB 模式为主, 运费由客户承担, 海运费上涨对轮胎企业盈利能力影响有限。

7 月以来海运费有所松动, 在成本面利好轮胎企业出口。上海出口集装箱运价指数在 7 月以来开始呈现明显的回落趋势。根据 Wind 数据, 截至 11 月 22 日, 上海出口集装箱运价综合指数为 2160.08, 相较于 7 月海运费最高点已下降 42.1%。随着海运费价格出现松动, 轮胎企业成本面呈现边际利好趋势。

图表 28: 上海出口集装箱运价指数



数据来源: Wind, 华福证券研究所



### 2.4.3 海外建厂：中国轮胎企业海外工厂盈利能力强，提升总体盈利水平

中国轮胎企业海外工厂净利率水平通常高于公司总体盈利水平，是提升轮胎企业盈利的重要手段。近年来国内轮胎企业多在海外尤其是东南亚地区建立海外轮胎工厂。由于海外轮胎工厂贴近东南亚橡胶产区，在成本端更具优势，并且可以规避美国针对中国本土轮胎的高额双反税率及关税。因此中国轮胎企业的海外工厂通常具备较强的盈利能力，高于公司总体盈利水平。海外建厂是中国轮胎企业提升盈利水平的重要手段。根据各家轮胎企业 2023 年年报，我们对部分国内轮胎企业海外工厂盈利情况及公司总体盈利情况进行对比：

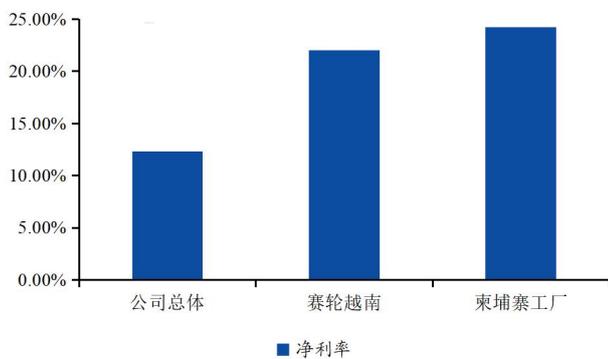
1) **赛轮轮胎**：2023 年公司总体净利率为 12.33%，而赛轮越南净利率约为 22.04%、柬埔寨工厂净利率约为 24.22%，海外工厂净利率高于公司总体水平。

2) **森麒麟**：2023 年公司总体净利率为 17.45%，公司泰国工厂净利率约为 19.53%。

3) **通用股份**：2023 年公司总体净利率 4.27%，公司泰国工厂净利率 20.91%、柬埔寨工厂净利率约为 4.22%。

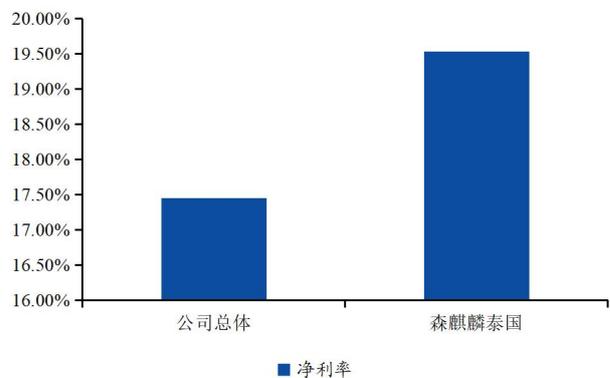
4) **贵州轮胎**：2023 年公司总体净利率为 8.74%，越南工厂净利率 19.51%。

图表 29：2023 年赛轮轮胎海外工厂及总净利率对比



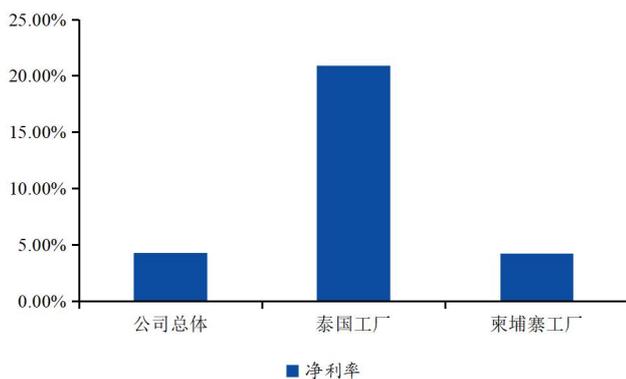
数据来源：赛轮轮胎年报、Wind，华福证券研究所

图表 30：2023 年森麒麟海外工厂及总净利率对比



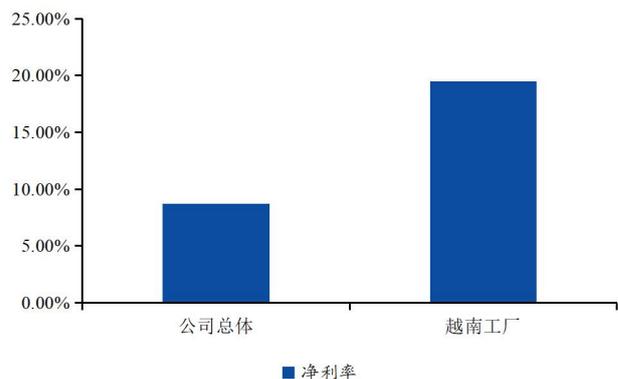
数据来源：森麒麟年报、Wind，华福证券研究所

图表 31：2023 年通用股份海外工厂及总净利率对比



数据来源：通用股份年报、Wind，华福证券研究所

图表 32：2023 年贵州轮胎海外工厂及总净利率对比

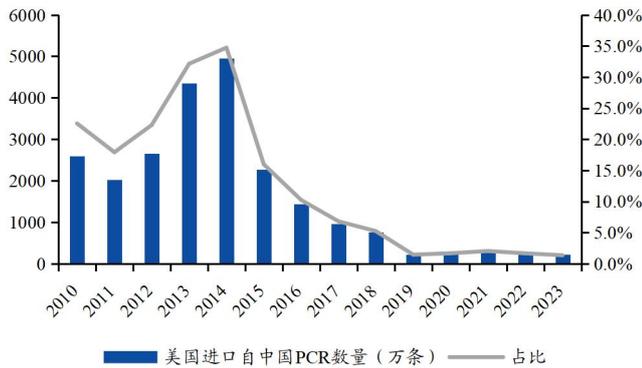


数据来源：贵州轮胎年报、Wind，华福证券研究所

2.5 贸易壁垒：双反致使中国轮胎输美大幅减少，国内轮胎企业出海建厂

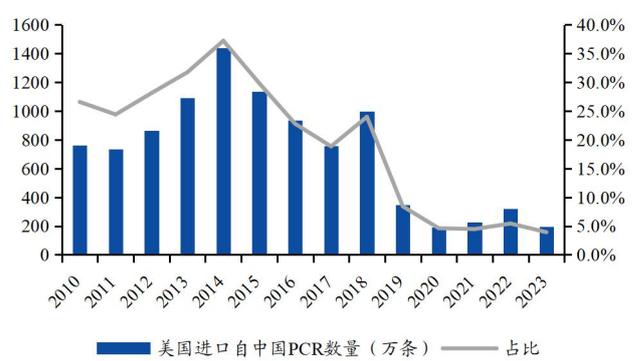
2015 年以来美国对中国本土轮胎工厂征收高额双反税率，中国轮胎工厂出口美国量大幅减少。2015 年以来，美国对中国本土轮胎企业出口美国征税高额双反税率，导致发往美国轮胎产品成本增加，竞争优势减弱，2015 年后中国本土出口美国轮胎数量显著下降。根据美国海关数据，2014 年美国 PCR 及 TBR 轮胎进口中来自中国的占比为 34.7%、37.2%，为近年来峰值。而随着双反税率的征收，美国 PCR 及 TBR 进口中来自中国的轮胎数量逐年下降，截至 2023 年，美国 PCR 及 TBR 轮胎进口中来自中国的占比仅为 1.4%、3.9%。

图表 33: 美国进口自中国 PCR 数量及占比



数据来源：美国海关，华福证券研究所

图表 34: 美国进口自中国 TBR 数量及占比



数据来源：美国海关，华福证券研究所

为规避贸易壁垒，国内轮胎企业前往海外建立轮胎工厂。因为中国轮胎出口美国存在高额反倾销税率，中国轮胎企业为应对贸易壁垒，纷纷开启产能出海，前往海外建立产能。根据车轱辘网、各公司公告，目前国内轮胎企业已在海外包括泰国、越南、柬埔寨、塞尔维亚、摩洛哥、墨西哥等地建立工厂。

图表 35: 中国轮胎企业赴海外建厂情况梳理

国家/地区	企业	产能情况	项目进展
泰国	中策橡胶	2000 万条 (半钢胎及全钢胎)	已投产
	玲珑轮胎	1500 万条半钢胎、220 万条全钢胎	已投产
	浦林成山	200 万条全钢胎、800 万条半钢胎	最新启动 200 万条半钢子午线项目
	通用股份	130 万条全钢胎、600 万条半钢胎	二期规划 1000 万条半钢胎产能
	双钱集团	180 万条卡客车轮胎、5 万条工程胎	已投产
	森麒麟	1200 万条半钢胎	已投产
越南	赛轮轮胎	1600 万条半钢胎、260 万条全钢胎、10 万吨非公路轮胎	已投产
	贵州轮胎	120 万条全钢胎	在建 95 万条全钢胎
	金宇轮胎	120 万条全钢胎、1000 万条半钢胎	PCR 产能 2023 年奠基
	昊华轮胎	1440 万条高性能轮胎	拟建设
柬埔寨	通用股份	500 万条半钢胎、90 万条全钢胎	二期拟建设 350 万条半钢胎、75 万条全钢胎
	赛轮轮胎	900 万条半钢胎、165 万条全钢胎	拟建 1200 万条半钢胎
	双星集团	700 万条半钢胎、150 万条全钢胎	已奠基



	福麦斯轮胎	120 万条全钢胎、800 万条半钢胎	拟建
	万力轮胎		拟建
塞尔维亚	玲珑轮胎	1200 万条半钢胎、160 万条全钢胎、2 万条工程胎及农用车胎	部分投产
巴基斯坦	浪马轮胎	240 万条全钢胎	已达产 74 万条
西班牙	森麒麟	1200 万条半钢胎	拟建
摩洛哥	森麒麟	1200 万条半钢胎	已开工
马来西亚	新迪轮胎	PCR、LTR、TBR 轮胎	拟建
	福临轮胎	年产 350 万条	已达产 74 万条
墨西哥	赛轮轮胎	600 万条半钢胎	拟建
	中策橡胶	-	已开建
印度尼西亚	中策橡胶	-	2024 年计划落地
	赛轮轮胎	360 万条子午线轮胎、3.7 万吨非公路轮胎	

数据来源：车轱辘网、各公司公告，华福证券研究所

国内轮胎企业出海产能集中于东南亚，目前东南亚地区双反税率较低，有利于中国轮胎企业进行海外销售。国内轮胎企业现有成熟工厂主要集中在越南、泰国、柬埔寨等东南亚地区。根据中国轮胎商务网、森麒麟公告，当前柬埔寨无双反税率，越南仅征收一定比例的反补贴税率。而 2024 年泰国 PCR 反倾销复审结果出炉，森麒麟适用反倾销税率大幅下降至 1.24%，住友橡胶反倾销税率大幅下降至 6.16%，其余企业反倾销税率大幅下降至 4.52%。国内轮胎企业通过海外建厂，享受降低的双反税率，有利于企业前往美国等地区开拓市场、规避贸易壁垒。

图表 36：亚洲主要地区双反税率情况

国家/地区	企业名称	反倾销税率	反补贴税率
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%
	建大轮胎	0%	6.46%
	普利司通	0%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%
	优科豪马	0%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%
泰国	森麒麟	1.24%	
	住友橡胶	6.16%	
	其他	4.52%	
韩国	韩泰轮胎	27.05%	
	耐克森轮胎	14.72%	
	其他	21.74%	
中国台湾	正新轮胎	20.04%	
	南港轮胎	101.84%	
	其他	84.75%	

数据来源：中国轮胎商务网、森麒麟公告，华福证券研究所

头部企业已开启第二轮出海，前往亚洲以外地区建厂。根据我们前述梳理，由于东南亚地区仍然存在一定的双反税率，国内头部轮胎企业目前已开启第二轮出海，前往亚洲以外无双反税率的国家或地区建厂。如玲珑轮胎在塞尔维亚建立工厂；森



麒麟拟在摩洛哥、西班牙建立工厂；赛轮轮胎拟在墨西哥建立工厂。随着国内轮胎开启第二轮出海，有望进一步增强全球辐射能力，并在税率上进一步巩固优势。

### 3 公司优势：配套业务打造独特优势，全球化布局助力发展

#### 3.1 优势一：海外双基地成型、国内产能持续投放，产能丰富助力公司成长

公司海外泰国、塞尔维亚双基地成型，成为应对贸易壁垒、辐射全球的重要手段。根据玲珑轮胎 2023 年年报，公司已实现海内外多基地布局。公司在国内已布局有招远、德州、广西、吉林、湖北等 5 个生产基地，产能规模居于行业前列。公司在海外泰国、塞尔维亚双基地也已成型。公司在泰国设计乘用车及轻卡胎 1500 万套产能、卡客车胎 220 万套产能；在塞尔维亚设计乘用车及轻卡胎 1200 万套产能、卡客车胎 160 万套产能。公司在海外拥有双基地优势显著，能增强自身应对贸易壁垒、辐射全球多区域的能力。

公司产能规模行业领先，助力公司成长。根据玲珑轮胎 2023 年年报，公司设计产能 12067 万套，达产产能 9134 万套。按照公司预计，公司广西非公路胎、湖北乘用车及轻卡胎、吉林乘用车及轻卡胎、塞尔维亚工厂均有产能在 2024-2025 年间释放，有望驱动公司业绩稳健增长。

图表 37：公司各基地生产产能及开工率情况（万套）

生产基地	产品	设计产能	实际达产产能	产能利用率	在建产能预计完工时间
招远	乘用车及轻卡胎	3000	3000	94%	
	卡客车胎	585	585	69%	
	非公路胎	25	25	64%	
德州	乘用车及轻卡胎	1000	900	97%	
	卡客车胎	320	320	58%	
泰国	乘用车及轻卡胎	1500	1300	86%	
	卡客车胎	220	220	88%	
广西	非公路胎	17	14	50%	2024 年上半年
	乘用车及轻卡胎	1000	1100	92%	
	卡客车胎	200	200	48%	
	乘用车及轻卡胎	1200	900	94%	2024 年
湖北	卡客车胎	240	240	50%	
	乘用车及轻卡胎	1200	150	89%	2024 年达到 600 万条
	卡客车胎	200	100	62%	
	乘用车及轻卡胎	1200			2025 年
塞尔维亚	卡客车胎	160	80	43%	2024 年
	合计	12067	9134	87%	

数据来源：公司年报，华福证券研究所



### 3.2 优势二：泰国乘用车及轻卡胎双反税率下降，公司泰国工厂有望收益

泰国地区乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审终裁结果出炉，反倾销税率大幅下降。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，原审调查终裁结果为日本住友轮胎（泰国公司）原审单独税率为14.59%；玲珑轮胎（泰国公司）原审单独税率为21.09%；其他泰国出口美国的轮胎企业原审税率为17.06%。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复审调查。2024年1月25日，森麒麟发布公告，本次复审终裁结果出炉：森麒麟泰国适用单独税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）初裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率4.52%。

公司泰国工厂反倾销税率从21.09%大幅下降至4.52%。本次反倾销税率下降之前，公司适用21.09%的反倾销税率；本次复审后，公司适用4.52%，公司泰国基地税率大幅降低。公司泰国基地是公司的重要利润来源，根据玲珑轮胎2023年报，2023年贡献45.19亿收入、9.14亿净利润，净利率达到20.23%，公司总体销售净利率为6.90%。本次税率下降后公司泰国工厂轮胎出口可以节省一部分税率，有望带动公司泰国工厂盈利提升。

图表 38：公司本轮反倾销税率大幅下降

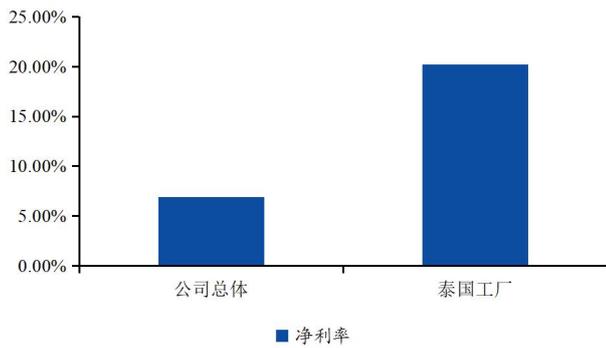
国家/地区	企业名称	反倾销税率	反补贴税率
越南	赛轮轮胎	0%	6.23%
	建大轮胎	0%	6.46%
	普利司通	0%	6.46%
	锦湖轮胎	0%	7.89%
	优科豪马	0%	6.46%
	其他	22.30%	6.46%
泰国	森麒麟	1.24%	
	住友橡胶	6.16%	
	其他（玲珑轮胎等）	4.52%	
韩国	韩泰轮胎	27.05%	
	耐克森轮胎	14.72%	
	其他	21.74%	
中国台湾	正新轮胎	20.04%	
	南港轮胎	101.84%	
	其他	84.75%	

数据来源：中国轮胎商务网、森麒麟公告，华福证券研究所

公司受益泰国 PCR 反倾销税率下降，24 年前三季度盈利能力有显著提升。在 2024 年 1 月泰国 PCR 反倾销调查第一次年度行政复审终裁结果出炉后，公司泰国工厂有望充分受益。根据 Wind 数据，24 年前三季度公司销售毛利率进一步提升至 24.35%，销售净利率进一步提升至 10.73%。

图表 39：2023 年玲珑轮胎泰国工厂及总净利率对比

图表 40：24 年前三季度销售毛利率、净利率提升



数据来源：Wind、公司年报，华福证券研究所



数据来源：Wind、公司年报，华福证券研究所

### 3.3 优势三：公司配套领域市占率行业领先，前瞻性布局新能源领域

公司在中国配套领域市占率居于行业第一。公司凭借多年打造的技术力与品牌力，已为大众、奥迪、宝马、通用、福特、本田、日产、上汽通用、红旗、五菱、比亚迪、吉利等全球 60 多家主机厂的 200 多个生产基地提供配套服务，实现了对中国、德系、欧系、美系、日系等全球重点车系的配套，车企配套轮胎累计近 2.8 亿条，连续多年位居国内轮胎配套第一。

公司前瞻布局新能源领域，新能源轮胎配套市占率近 24%。据公司 2023 年年报，公司前瞻性布局新能源领域，公司为通用五菱全系、一汽红旗、比亚迪、吉利汽车、东风日产、奇瑞汽车、广汽本田、赛力斯、哪吒、易捷特、开沃等进行配套。根据公司年报数据，2023 年公司新能源汽车轮胎配套突破 900 万条，新能源轮胎配套整体市占率近 24%。

图表 41: 公司各基地生产产能及开工率情况 (万套)



数据来源：公司官网、公司产品手册，华福证券研究所

### 3.4 优势四：新零售战略升级，持续打造公司品牌力

公司提出玲珑新零售 3.0，持续通过营销手段革新提升品牌价值。公司在贯彻“产品+服务+价值”的营销主旨基础上，升级商业模式和经营方式。构建了一个集门店运营、市场招商、认证孵化、集客锁客、市场管理、门店管理、产品供应、数字系统八大模块于一体的全生命周期运营服务体系。具体措施包括：

- 1) 与腾讯、华制智能联合开发智慧营销云平台，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，打造半小时配送圈，为合作伙伴搭建良性循环的生态链。
- 2) 建立玲珑养车驿站，为车主提供专业的保养服务等。
- 3) 建立阿特拉斯卡友之家项目，以全国各地跑的中长途干线物流运输司机为核心用户，建立起为司机车主提供暖心的服务体系，为全国 3000 万货运司机提供轮胎、机油等相关产品和轮保、维保、全国道路救援等综合服务。

图表 42: 玲珑轮胎推出新零售 3.0 模式

图表 43: 玲珑轮胎养车驿站



数据来源：公司官网，华福证券研究所



数据来源：公司官网，华福证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

(1) 产品价格方面，2024年由于泰国PCR反倾销税率下降，公司有望受益，我们假设2024年公司轮胎产品平均销售价格提升至257元/条。2025年后考虑到公司新产能投产及后续市场开拓，我们假设2025-2026年公司轮胎产品平均价格稳定在257元/条。

(2) 根据公司未来三年产能扩张规划，我们预计公司2024-2026年公司轮胎产品销量分别为9177、10549、11539万条。

(3) 根据主要原材料变动情况，我们预计公司2024-2026年公司单胎原材料成本有所增长。公司持续推进智能化制造，我们预计公司2024-2026年公司单胎人工成本、能源费用有所下降。考虑未来公司新产能持续释放、折旧等因素，我们预计2025-2026年公司单胎折旧费用有所增加。综合以上成本变动及价格变动假设，我们预计2024-2026年公司轮胎业务毛利率分别为21.87%、23.83%、23.90%。

综上，我们预计公司2024-2026年收入增速分别为19%、15%、9%，归母净利润增速分别为63%、22%、11%，对应EPS分别为1.55元、1.90元、2.10元。

图表 44：公司业绩拆分预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>轮胎产品</b>					
营业收入(亿元)	167.27	198.65	235.85	271.10	296.54
销量(万条)	6185	7798	9177	10549	11539
不含税均价(元/条)	270	255	257	257	257
营业成本(亿元)	145.22	157.48	184.28	212.63	231.16
毛利润(亿元)	22.05	41.17	51.57	64.60	70.87
毛利率(%)	13.18%	20.73%	21.87%	23.83%	23.90%



其他业务					
营业收入 (亿元)	2.79	3.00	3.15	3.31	3.47
营业成本 (亿元)	1.69	1.81	2.02	2.12	2.22
毛利润 (亿元)	1.10	1.19	1.13	1.19	1.26
毛利率 (%)	39.47%	35.79%	36.00%	36.05%	36.15%
合计					
营业收入合计 (亿元)	170.06	201.65	239.00	274.41	300.02
YOY		18.58%	18.52%	14.81%	9.33%
营业成本合计 (亿元)	146.91	159.29	186.30	214.74	233.38
毛利润合计 (亿元)	23.15	42.37	52.70	65.80	72.13
毛利率 (%)	13.61%	21.01%	22.05%	23.98%	24.04%

数据来源: Wind、公司公告、公司年报, 华福证券研究所

#### 4.2 投资建议

我们采用相对估值法, 选取森麒麟、赛轮轮胎、通用股份、三角轮胎、贵州轮胎作为可比公司。根据 Wind 资料, 森麒麟主要产品为汽车轮胎、航空轮胎; 赛轮轮胎主营全钢载重子午胎、半钢子午胎和工程子午胎的研发、制造和销售; 通用股份专注各种轮胎研发、生产和销售; 三角轮胎是国内轮胎制造行业的领先企业; 贵州轮胎主要从事商用轮胎研发、生产及销售。以上公司均从事轮胎业务, 与玲珑轮胎具备可比性。

根据 Wind 一致预期, 可比公司 2024-2026 年平均估值为 11.50、9.20 和 7.79 倍, 公司目前估值倍数高于行业平均。考虑公司配套业务领先地位、未来产能有序释放保障长期成长性, 公司可享受部分估值溢价。首次覆盖, 给予公司“买入”评级。

图表 45: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2024/12/5	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002984.SZ	森麒麟	24.66	1.84	2.21	2.56	2.99	13.41	11.14	9.63	8.24	
601058.SH	赛轮轮胎	14.30	0.99	1.30	1.52	1.76	14.46	11.00	9.39	8.11	
601500.SH	通用股份	5.17	0.14	0.36	0.59	0.77	37.68	14.24	8.84	6.74	
000589.SZ	贵州轮胎	5.07	0.69	0.48	0.60	0.74	7.33	10.52	8.42	6.83	
601163.SH	三角轮胎	15.50	1.75	1.46	1.59	1.71	8.88	10.61	9.73	9.05	
	平均值						16.35	11.50	9.20	7.79	
601966.SH	玲珑轮胎	19.10	0.95	1.55	1.90	2.10	19.89	12.17	9.94	8.99	

数据来源: Wind, 华福证券研究所

注: 可比公司盈利预测数据来源于 Wind 一致预期; 玲珑轮胎盈利预测数据为华福证券研究所测算。

## 5 风险提示

**项目投产不及预期:** 公司未来成长性来源于公司在海外新产能的建设与释放。若未来项目建设进度有所落后, 公司业绩增长将受到一定程度影响。



**原材料价格波动：**原材料成本是轮胎主要成本项。若未来全球能源成本抬升、大宗商品价格上行，天然橡胶、合成橡胶、炭黑等价格将出现较大幅度波动，对公司影响造成负面影响。

**国际贸易摩擦加剧：**公司海外收入占较大比重，且海外多地布局有基地。若未来美国等对轮胎产品加征反倾销、反补贴等税率，将直接影响公司盈利能力。

**需求不及预期：**若未来轮胎需求出现波动、不及预期，可能对公司销量造成影响，进而影响公司业绩。



图表 46: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,980	4,780	5,488	6,000	营业收入	20,165	23,900	27,441	30,002
应收票据及账款	4,333	4,123	4,528	4,867	营业成本	15,929	18,630	20,862	22,789
预付账款	380	466	522	570	税金及附加	118	130	147	161
存货	4,744	5,515	6,176	6,747	销售费用	737	669	878	990
合同资产	0	0	0	0	管理费用	662	693	878	990
其他流动资产	556	801	918	1,000	研发费用	815	968	1,207	1,410
流动资产合计	13,992	15,685	17,632	19,184	财务费用	80	209	207	75
长期股权投资	71	71	71	71	信用减值损失	-27	-20	-20	-20
固定资产	17,379	19,175	21,583	20,786	资产减值损失	-370	-180	-280	-280
在建工程	7,577	4,843	1,343	843	公允价值变动收益	11	11	11	11
无形资产	1,046	1,071	1,082	1,109	投资收益	8	5	5	5
商誉	0	0	0	0	其他收益	104	104	104	104
其他非流动资产	3,266	3,277	3,288	3,296	<b>营业利润</b>	<b>1,528</b>	<b>2,498</b>	<b>3,059</b>	<b>3,384</b>
非流动资产合计	29,338	28,436	27,366	26,104	营业外收入	8	8	8	8
<b>资产合计</b>	<b>43,330</b>	<b>44,121</b>	<b>44,999</b>	<b>45,289</b>	营业外支出	7	7	7	7
短期借款	9,355	7,383	5,137	2,465	<b>利润总额</b>	<b>1,529</b>	<b>2,499</b>	<b>3,060</b>	<b>3,385</b>
应付票据及账款	5,382	7,102	7,815	8,208	所得税	139	227	277	307
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>1,391</b>	<b>2,273</b>	<b>2,783</b>	<b>3,078</b>
合同负债	321	120	137	150	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	2,732	2,732	2,732	2,732	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,391</b>	<b>2,273</b>	<b>2,783</b>	<b>3,078</b>
其他流动负债	1,120	1,139	1,204	1,246	EPS (按最新股本摊薄)	0.95	1.55	1.90	2.10
流动负债合计	18,910	18,476	17,026	14,802					
长期借款	2,165	2,065	1,965	1,865					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	1,344	1,344	1,344	1,344					
非流动负债合计	3,509	3,409	3,309	3,209					
<b>负债合计</b>	<b>22,419</b>	<b>21,886</b>	<b>20,335</b>	<b>18,011</b>					
归属母公司所有者权益	20,905	22,230	24,658	27,273					
少数股东权益	6	6	6	5					
<b>所有者权益合计</b>	<b>20,911</b>	<b>22,236</b>	<b>24,663</b>	<b>27,278</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>43,330</b>	<b>44,121</b>	<b>44,999</b>	<b>45,289</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,199</b>	<b>4,178</b>	<b>4,274</b>	<b>4,492</b>
现金收益	2,825	4,074	4,738	5,109
存货影响	-271	-772	-661	-571
经营性应收影响	-613	304	-181	-107
经营性应付影响	581	1,720	713	393
其他影响	-1,323	-1,150	-336	-332
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,126</b>	<b>-665</b>	<b>-657</b>	<b>-670</b>
资本支出	-5,521	-679	-668	-686
股权投资	4	0	0	0
其他长期资产变化	2,391	14	11	16
<b>融资活动现金流</b>	<b>2,463</b>	<b>-2,712</b>	<b>-2,909</b>	<b>-3,310</b>
借款增加	3,385	-2,072	-2,347	-2,771
股利及利息支付	-385	-817	-835	-834
股东融资	0	-10	0	0
其他影响	-537	186	273	296

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	18.6%	18.5%	14.8%	9.3%
EBIT 增长率	656.0%	68.3%	20.6%	5.9%
归母公司净利润增长率	376.9%	63.4%	22.4%	10.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.0%	22.1%	24.0%	24.0%
净利率	6.9%	9.5%	10.1%	10.3%
ROE	6.7%	10.2%	11.3%	11.3%
ROIC	5.2%	8.9%	10.7%	11.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.7%	49.6%	45.2%	39.8%
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转天数	60	60	53	53
存货周转天数	104	99	101	102
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.95	1.55	1.90	2.10
每股经营现金流	0.82	2.85	2.92	3.07
每股净资产	14.28	15.19	16.85	18.64
<b>估值比率</b>				
P/E	20	12	10	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	36	25	21	20

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn