

## 品牌力强者，整装待发再启航

### 核心观点

- **向中高端配套业务转型。**玲珑的国内配套业务已做到全国第二，排名仅次于外资品牌倍耐力，但由于近年来国内整车厂与电商竞争加剧加上原料涨价，国内中低端配套业务的实际盈利、对替换市场的引流和溢价效应并不理想，短期内影响了玲珑的业绩表现。为改善这点，玲珑的配套业务战略开始向中高端产品、车型、品牌作结构转型，进而提升其配套的整体回报率。我们认为，未来2-3年将是玲珑向中高端配套转型的关键期，中高端车型定点项目的放量，还有欧洲塞尔维亚基地投产后带来的海外配套业务放量，有望为玲珑配套业务带来质的飞跃。
- **欧洲基地放量在即。**玲珑是国内最早一批出海、最早规划非东南亚基地出海2.0的轮胎企业，但由于塞尔维亚基地前期推进缓慢，导致玲珑2020-2022年三年出海业务增长出现断档。目前玲珑塞尔维亚的全钢项目已经投产，其全钢和半钢项目预计将分别在2024年和2025年达产，在出海战略上依旧领先行业。欧洲基地不仅可以帮助玲珑应对接下来美国对泰国全钢胎的双反影响，还能够作为发展海外配套业务、响应国际车企供货时效要求的重要基地。我们参考项目可行性研究报告以13%ROA测算塞尔维亚基地能够贡献约8.6亿利润。另外，我们测算泰国基地摆脱美国半钢双反后有望回升到整体12-13亿利润水平。
- **内销业务盈利有望改善。**玲珑2022年内销收入约85亿，占总收入比例约50%，远高于国内同行，因此受内销市场拖累较大。特别是在2021-2022年期间，玲珑国内全钢扩产遇上了国内全钢市场的需求疲软，开工和利润明显滑落。展望未来，一方面国内出口持续强劲、全钢需求有望受益于国四淘汰和以旧换新政策下的重卡销量回升，另一方面国内企业更多将资金投入回报率更高的海外基地建设，国内供给增速放缓，国内供需情况改善的可能性也将使得玲珑内销业务利润率有所修复。

### 盈利预测与投资建议

- 我们预测公司2023-2025年每股收益分别为0.94、1.56、2.03元，按照可比公司24年17倍市盈率给予目标价26.52元，首次给予买入评级。

**风险提示：**原材料价格上涨、国内外需求下滑、海外基地投产进度不及预期、国内供给增长加快、业务结构调整不及预期、反倾销政策变化、假设条件变化影响测算结果。

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,579	17,006	20,165	25,071	27,935
同比增长(%)	1.1%	-8.5%	18.6%	24.3%	11.4%
营业利润(百万元)	730	157	1,569	2,618	3,425
同比增长(%)	-68.5%	-78.5%	899.9%	66.8%	30.9%
归属母公司净利润(百万元)	789	292	1,385	2,297	2,986
同比增长(%)	-64.5%	-63.0%	375.0%	65.8%	30.0%
每股收益(元)	0.54	0.20	0.94	1.56	2.03
毛利率(%)	17.3%	13.6%	19.9%	21.3%	22.7%
净利率(%)	4.2%	1.7%	6.9%	9.2%	10.7%
净资产收益率(%)	4.8%	1.6%	6.9%	10.6%	12.5%
市盈率	39.6	107.1	22.5	13.6	10.5
市净率	1.9	1.6	1.5	1.4	1.2

资料：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入 (首次)
股价 (2024年04月08日)	21.05元
目标价格	26.52元
52周最高价/最低价	24.7/17.5元
总股本/流通A股 (万股)	147,352/147,352
A股市值 (百万元)	31,018
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2024年04月09日

### 股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.33	-4.75	13.6	-0.03
相对表现%	1.32	-4.51	5.98	14.2
沪深300%	-1.65	-0.24	7.62	-14.23



## 目录

1、前言：品牌力强者，整装待发再启航 .....	5
2、造就品牌力强者的曲折道路 .....	6
2.1、国内配套业务困难重重 .....	6
2.1.1、配套端议价力弱 .....	6
2.1.2、电商导致替换市场价格竞争加剧 .....	7
2.2、向中高端配套进发，官方零售拒绝内卷 .....	8
3、出海引领者再启航 .....	10
3.1、第二基地进度拖累出海业务放量 .....	10
3.2、欧洲基地放量在即 .....	11
4、内销业务盈利有望改善 .....	13
4.1、内销业务受到全钢需求下滑影响 .....	13
4.2、国内市场供需或存改善预期 .....	15
盈利预测与投资建议 .....	21
盈利预测 .....	21
投资建议 .....	21
风险提示 .....	22

## 图表目录

图 1: 玲珑 2017 年至今的单季度归母净利润 (百万元) .....	5
图 2: 中策橡胶半钢胎不同销售模式下的均价以及主要原材料成本 (元/条) .....	6
图 3: 中策橡胶全钢胎不同销售模式下的均价以及主要原材料成本 (元/条) .....	6
图 4: 部分国内轮胎企业配套收入占总收入比例 .....	7
图 5: 大部分电商销售轮胎价格在下降 (2024 年 4 月初与 2018 年 2 月下旬的差值, 元/条) .....	7
图 6: 玲珑配套业务版图 (摘自 2023 年半年报) .....	8
图 7: 主要轮胎企业的出海基地建设进度统计 (加粗为非东南亚基地) .....	10
图 8: 受双反影响的海外工厂收入 (亿元) .....	11
图 9: 受双反影响的海外工厂净利润 (亿元) .....	11
图 10: 受双反影响的海外工厂净利润率 .....	11
图 11: 受双反影响的海外工厂半钢开工率 .....	11
图 12: 中国全钢整体及细分市场增速 .....	13
图 13: 公司国内全钢产能及增速 (万条) .....	13
图 14: 公司内销收入及内销毛利率 (百万元) .....	13
图 15: 公司国内全钢产量及各基地全钢产能开工率 (万条) .....	13
图 16: 2022 年国产轮胎企业的收入构成 .....	14
图 17: 全球及中国半钢配套市场增速 .....	14
图 18: 全球及中国半钢替换市场增速 .....	14
图 19: 国内商用车销量 (万辆) .....	15
图 20: 国内重卡销量 (万辆) .....	15
图 21: 国内全钢胎开工率 (%) .....	15
图 22: 2023 年国内全钢配套和替换市场 (百万条) .....	15
图 23: 国内轮胎出口及内需 (百万条) .....	16
图 24: 国内轮胎出口同比增速 .....	16
图 25: 半钢胎出口国别情况 (万条) .....	17
图 26: 全钢胎出口国别情况 (万条) .....	17
图 27: 各地区轮胎需求 (百万条) .....	17
图 28: 7 家上市公司全钢产能情况及预期 (万条) .....	20
图 29: 7 家上市公司半钢产能情况及预期 (万条) .....	20
表 1: 单条半钢胎主要原料成本测算 (元/吨) .....	6
表 2: 不同规格轮胎的零售价格差异 (摘自 2024 年 4 月 7 日途虎养车, 万元/辆, 元/条) .....	9
表 3: 2023 年国内畅销车型中玲珑配套情况 .....	9
表 4: 2020 年国内畅销车型中玲珑配套情况 .....	9

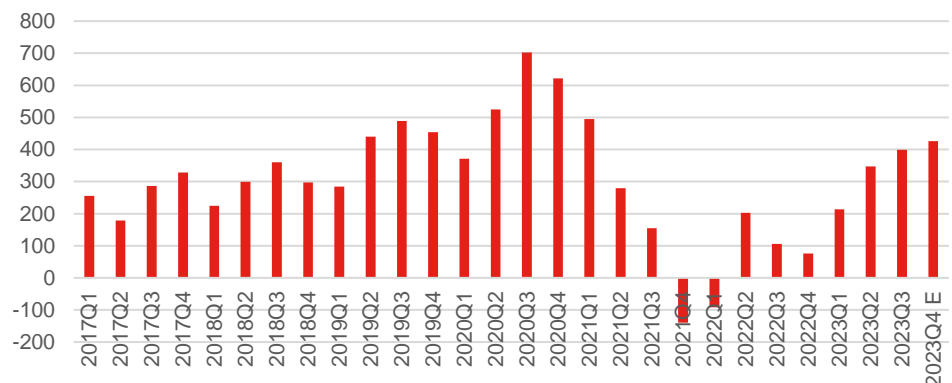
表 5: 东南亚轮胎出口美国面临的双反情况.....	11
表 6: 玲珑塞尔维亚基地投产进度规划.....	12
表 7: 美国对泰国半钢双反复审落地后, 玲珑泰国工厂利润增量测算.....	12
表 9: 部分地区国三国四淘汰相关政策提到的时间表.....	16
表 10: 对俄制裁不是中国对欧盟和俄罗斯出口增长的唯一因素.....	17
表 11: 国内轮胎出口及内销市场需求测算 (百万条、万辆).....	18
表 12: 2023 年部分暂缓轮胎建设项目.....	18
表 13: 2020 年起投产以及预计 24-25 年投产的子午胎主要项目整理 (已开工).....	19
表 14: 可比公司估值情况 (截至 2024/4/8).....	22

## 1、前言：品牌力强者，整装待发再启航

玲珑轮胎深耕配套业务，是最早一批出海、并最早规划非东南亚海外基地的轮胎企业，长期引领着国内轮胎行业的发展。其业绩在 2018-2020 年也迎来过一轮较强的上行期，但之后利润却出现大幅下滑。我们分析其中原因，既有国内市场受到整车厂与电商渠道价格竞争加剧的客观因素，也有玲珑的塞尔维亚基地建设进度不及预期、国内全钢产能逆周期扩张的主观因素。然而站在现在时点来看，我们认为玲珑已经进行了较大的战略调整，开始聚焦中高端配套业务，并全力推进塞尔维亚基地放量。同时行业方面，国内产能扩张开始趋缓，玲珑的内销业务利润也有望得到改善。“凡不能毁灭我的，必将使我强大”，我们认为玲珑高效经营、引领行业的核心能力并没有改变，发展历程上的坎坷反而将使企业更加行稳致远，而当下正处于企业新发展期的拐点：

- (1) **向中高端配套业务转型。**由于近年来国内整车厂与电商竞争加剧加上原料涨价，国内中低端配套业务的实际盈利、对替换市场的引流和溢价效应并不理想，短期内影响了玲珑的业绩表现。为改善这点，玲珑的配套业务战略开始向中高端产品、车型、品牌作结构转型，进而提升其配套的整体回报率。我们认为，未来 2-3 年将是玲珑向中高端配套转型的关键期，中高端车型定点项目的放量，还有欧洲塞尔维亚基地投产后带来的海外配套业务放量，有望为玲珑配套业务带来质的飞跃。
- (2) **欧洲基地放量在即。**塞尔维亚基地前期推进缓慢，导致玲珑 2020-2022 年三年出海业务增长出现断档。目前玲珑塞尔维亚的全钢项目已经投产，其全钢和半钢项目预计将分别在 2024 年和 2025 年达产，在出海战略上依旧领先行业。欧洲基地不仅可以帮助玲珑应对接下来美国对泰国全钢胎的双反影响，还能够作为发展海外配套业务、响应国际车企供货时效要求的重要基地。我们参考项目可行性研究报告以 13%ROA 测算塞尔维亚基地能够贡献约 8.6 亿利润。另外，我们测算泰国基地摆脱美国半钢双反后有望回升到整体 12-13 亿利润水平。
- (3) **内销业务盈利有望改善。**玲珑 2022 年内销收入约 85 亿，占总收入比例约 50%，远高于国内同行，因此受内销市场拖累较大。特别是在 2021-2022 年期间，玲珑国内全钢扩产遇上了国内全钢市场的需求疲软，开工和利润明显滑落。展望未来，一方面国内出口持续强劲、全钢需求有望受益于国四淘汰和以旧换新政策下的重卡销量回升，另一方面国内企业更多将资金投入回报率更高的海外基地建设，国内供给增速放缓，国内供需情况改善的可能性也将使得玲珑内销业务利润率有所修复。

图 1：玲珑 2017 年至今的单季度归母净利润（百万元）



数据：Wind，东方证券研究所

## 2、造就品牌力强者的曲折道路

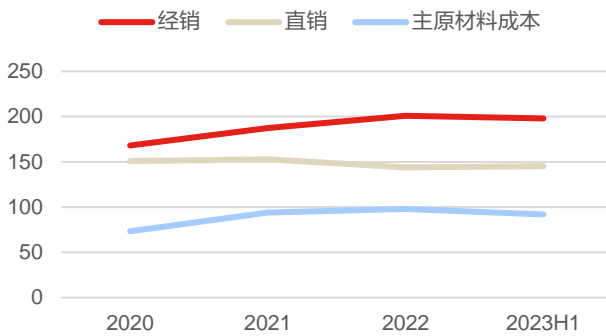
### 2.1、国内配套业务困难重重

经过多年深耕，玲珑在 2023 年国内乘用车原配品牌排名第二，仅次于倍耐力，甚至超过了米其林，可见其已经在国内配套业务建立了领先优势。然而打造品牌力的过程实际非常艰辛，在前期由于配套业务只从中低端车型做起，一方面在整车配套环节，中低端车型对于轮胎企业的盈利就有很大的压制；另一方面，中低端车型的消费者更注重性价比，选择替换胎时对配套胎的品牌粘性不大。因此发展配套业务的早期阶段回报率并不理想，甚至对业绩还有拖累。

#### 2.1.1、配套端议价力弱

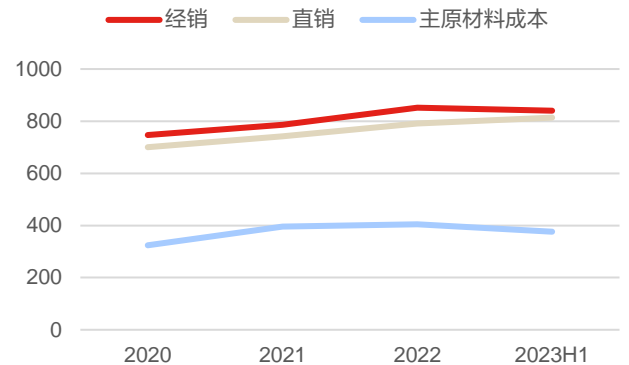
整车厂商对于供应商都有较强的议价能力，因此通常来说轮胎配套业务的价格和利润率比不上直接卖给经销商的替换业务。在 2021-2022 年轮胎上游原材料涨价期间，配套业务的提价是相对困难的。从同行中策橡胶披露的数据可以看出，原材料涨价期间其半钢胎的直销价格基本没有跟随上涨，全钢胎表现稍好，但与经销的价格差也有拉大。我们假设以单条半钢胎配套售价 150 元测算，无法传导原材料涨价可能影响 2022 年半钢胎配套利润率相比于 2020 年下降约 16 个点。如果再算上企业为了满足中高端整车客户需求而进行的技术研发支出，短期内配套业务本身的回报率其实并不高。玲珑 2022 年配套业务收入 41.88 亿，大约占到总收入的四分之一，这个比例明显高于同行，因此我们预计过去几年配套业务对业绩造成了较大拖累。

图 2：中策橡胶半钢胎不同销售模式下的均价以及主要原材料成本（元/条）



数据：中策橡胶公告，东方证券研究所

图 3：中策橡胶全钢胎不同销售模式下的均价以及主要原材料成本（元/条）



数据：中策橡胶公告，东方证券研究所

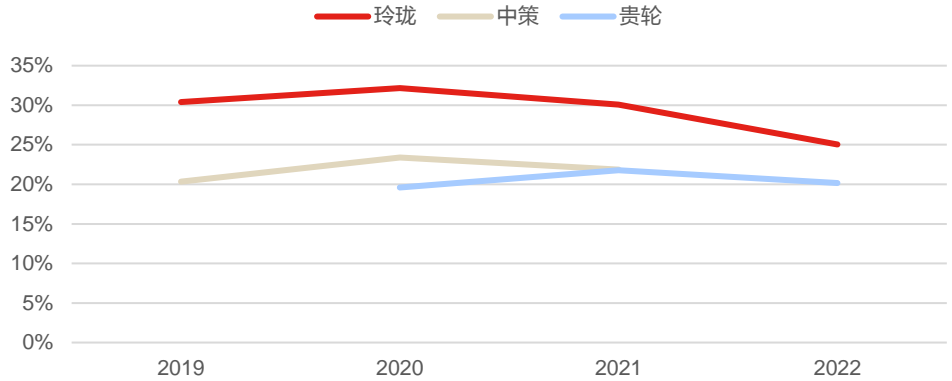
表 1：单条半钢胎主要原料成本测算（元/吨）

原料	单耗 吨/万条	主原材料均价 元/吨			
		2020	2021	2022	2023H1
天然胶	27.8	10216	11612	11035	10240
合成胶	31.6	9550	12322	12204	10943
炭黑	34.8	4813	7250	8929	8254
<b>主原料成本</b>		<b>73.34</b>	<b>94.12</b>	<b>97.99</b>	<b>91.79</b>

数据：赛轮轮胎公告，东方证券研究所

原材料单耗参考赛轮轮胎柬埔寨年产 1200 万条半钢子午线轮胎项目可行性研究报告

图 4：部分国内轮胎企业配套收入占总收入比例

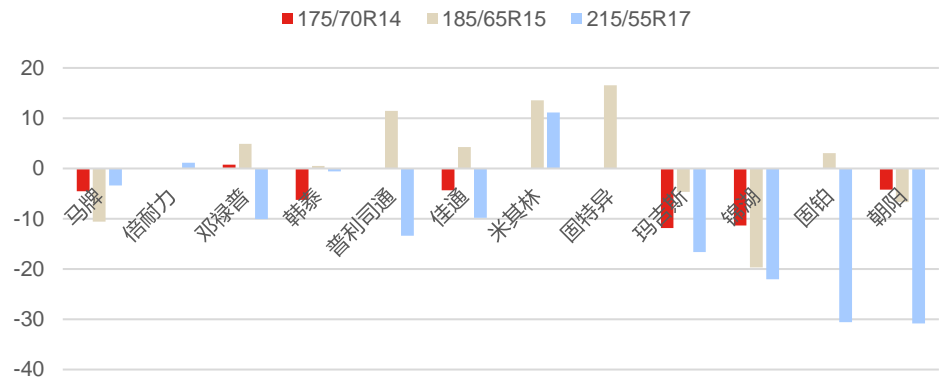


数据：各公司公告，东方证券研究所

### 2.1.2、电商导致替换市场价格竞争加剧

尽管配套业务本身回报率不高，但轮胎企业的最终目的是通过优质客户配套为其品牌背书，引导消费者在替换轮胎时选择该品牌，而不完全依据价格选择最便宜的商品。通过打造消费者对品牌的粘性，利用引流效应来获得更大的替换市场销量和溢价。然而，近年来电商行业的竞争加剧却严重打击了国内半钢替换市场的价格，导致中低端配套业务的引流效果变得有量而无价。电商厂家先是通过大力度折扣做大规模，挤压高人力成本的线下轮胎店的零售市场份额，然后再反过来以渠道规模优势打压上游轮胎企业或者大型经销商的交易价格，竞争加剧，压制了轮胎企业在替换市场的盈利能力。我们统计了目前途虎养车上三种轮胎型号的不同品牌售价，并与我们曾在 18 年报告中统计的数据进行对比。可以看出，在原材料价格相对更高的当下，大部分的轮胎零售价反而更便宜了。而且，不只是国产品牌，不少外资品牌价格也大幅下滑，各家都在通过牺牲利润的方式来保住国内的替换市场份额。因此对于玲珑来说，虽然替换收入伴随配套业务发力而不断增长，但却难以实现预期的利润率上涨来抵消配套利润的下滑。

图 5：大部分电商销售轮胎价格在下降（2024 年 4 月初与 2018 年 2 月下旬的差值，元/条）



数据：途虎养车，东方证券研究所

注：同一品牌有多款车胎时取销量较高者，或取相近销量车胎的平均售价



**表 2：不同规格轮胎的零售价格差异（摘自 2024 年 4 月 7 日途虎养车，万元/辆，元/条）**

轮胎型号	165/65R15	215/55R17	245/45R18
代表车型	海鸥	秦 PLUS 新能源、凯美瑞、AION S	奔驰 E 级、宝马 5 系
售价	7.38-8.98	7.98-15.48、15.28-23.78、12.68-17.28	33.03-52.59
最高零售价	633	1189	1559
最低零售价	282	268	301
差值	351	921	1258

数据：途虎养车，车与轮汽车后市场，汽车之家，东方证券研究所

**表 3：2023 年国内畅销车型中玲珑配套情况**

车型	玲珑品牌	车型	价格	厂商	23 年销量 万辆
轿车	阿特拉斯	秦 PLUS 新能源	7.98-17.58 万	比亚迪	43.42
	玲珑绿行	海鸥	7.38-8.98 万	比亚迪	23.93
		宏光 MINIEV	3.28-9.99 万	上汽通用五菱	23.79
		五菱缤果	5.98-8.88 万	上汽通用五菱	16.78
SUV	阿特拉斯	元 PLUS	13.58-16.78 万	比亚迪	30.98
		哈弗 H6	9.89-14.98 万	长城汽车	21.82
		博越 L	12.57-17.07 万	吉利汽车	13.39
		瑞虎 8	9.78-16.29 万	奇瑞汽车	12.70
	玲珑其他	宋 PLUS 新能源	12.98-18.98 万	比亚迪	39.02
		宋 Pro 新能源	10.98-15.98 万	比亚迪	20.97
MPV	阿特拉斯	五菱佳辰	6.88-11.58 万	上汽通用五菱	4.70
	玲珑绿行	传祺 M6	11.98-15.98 万	广汽乘用车	5.30
	玲珑其他	菱智	5.99-9.99 万	东风风行	2.38

数据：车与轮汽车后市场，汽车之家，东方证券研究所

**表 4：2020 年国内畅销车型中玲珑配套情况**

车型	玲珑品牌	车型	价格	厂商	2020 年销量 万辆
轿车	玲珑	帝豪	6.99-12.98 万	吉利汽车	21.15
SUV	阿特拉斯	博越	9.98-12.58 万	吉利汽车	23.23
		玲珑	宝骏 510	5.08-8.08 万	上汽通用五菱
	玲珑	缤越	7.58-10.38 万	吉利汽车	13.75
MPV	阿特拉斯	新宝骏 RM-5	7.88-12.08 万	上汽通用五菱	3.06
	玲珑绿行	宝骏 730	6.08-10.88 万	上汽通用五菱	9.89
	玲珑	五菱宏光	4.60-6.09 万	上汽通用五菱	37.49
		比亚迪宋 MAX	7.99-12.99 万	比亚迪	6.82
		菱智	5.99-9.99 万	东风风行	6.35
		欧诺 S	4.69-5.44 万	长安汽车	2.73
		阁瑞斯	8.88-27.78 万	华晨雷诺	1.81

数据：车与轮汽车后市场，汽车之家，东方证券研究所

乘用车中高端配套近 85%仍是合资和外资品牌，配套结构调整离不开对这类品牌车型的发力。目前玲珑已经在为奥迪、宝马、Stellantis 车厂的中高端车型的备胎进行配套，例如奥迪 A7L，其售

价高达 37.87-77.77 万元。同时还有奥迪 3 款新能源主胎、Stellantis 车厂 7 款主胎在做定点项目，预计 2024 年开始逐步放量。24 年 1 月玲珑又先后通过了大众 MAN、大众集团、Nissan 以及福特主机厂审核。我们认为，未来 2-3 年将是玲珑向中高端配套转型的关键期，定点项目的放量，还有欧洲塞尔维亚基地投产后带来的海外配套业务放量，有望为玲珑配套业务带来质的飞跃。

另外，其实欧美早期也面临过电商竞争加剧的问题，当时米其林的应对之策就是推出了自己的汽车售后服务品牌“驰加”，打造线上线下一体化零售服务，官方高品质服务保证了原配胎对替换市场的引流，从而掌握更多的渠道话语权，同时还收购了多家电商平台。而玲珑这两年也确实有效仿的迹象，先是逐步退出了第三方电商平台，同时推出玲珑养车驿站、阿特拉斯卡友之家这类官方零售平台，也是希望通过建设自身零售渠道来尽可能对抗竞争加剧的电商零售。

### 3、出海引领者再启航

#### 3.1、第二基地进度拖累出海业务放量

玲珑是国内最早一批出海的轮胎企业，2014 年美国对国内轮胎实施双反时，泰国基地就已开始陆续投产。而国内其他轮胎企业多数都是在 2018 年之后才开始向东南亚进军，个别规划出海较早的企业，产能放量期也明显晚于玲珑。从当前的行业发展趋势看，我们认为已经进入了出海 2.0 阶段，即轮胎企业开始纷纷向东南亚以外的地区投资建厂。这一趋势既是为了规避潜在的双反审查风险，也是为了寻找结构化上回报率较高的区域。

而早在 2018 年，玲珑就已进入了出海 2.0 阶段，正式规划塞尔维亚基地。原本塞尔维亚基地计划 2021 年一期竣工并试生产，但事与愿违，塞尔维亚基地的投产进度大幅低于预期。这导致 2021 年以后，同行还处在东南亚基地放量期时，玲珑的海外业务反而出现下滑。在 2021 年美国对东南亚轮胎双反的影响下，2022 年玲珑泰国工厂半钢产量同比下滑 21%，全年半钢开工率仅 61%，直接导致当年泰国工厂收入同比下滑 10.7%。

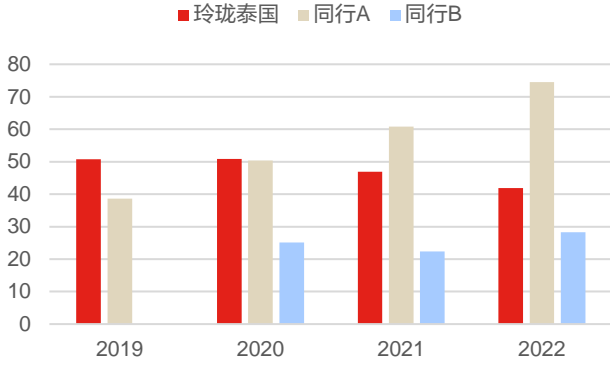
图 7：主要轮胎企业的出海基地建设进度统计（加粗为非东南亚基地）

轮胎企业	海外基地	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
玲珑轮胎	玲珑泰国				1500万条半钢+220万条全钢											
	玲珑塞尔维亚											1200万条半钢+160万条全钢+特胎一期				
中策橡胶	中策泰国				2000万条（半钢+全钢）											
	中策印尼															
	中策墨西哥															
赛轮轮胎	赛轮越南				1600万条半钢+260万条全钢+10万吨非公路											
	赛轮越南合资											265万条全钢				
	赛轮柬埔寨											900万条半钢+165万条全钢				
	赛轮墨西哥													扩建	1200万条半钢	
森麒麟	森麒麟泰国				1600万条半钢+200万条全钢											
	森麒麟西班牙														1200万条半钢	
	森麒麟摩洛哥														1200万条半钢	
通用股份	通用泰国										600万条半钢+130万条全钢					
	通用柬埔寨												扩建	600万条半钢+50万条全钢		
贵州轮胎	贵州越南													500万条半钢+90万条全钢		
	贵州泰国													扩建 350万吨半钢+75万吨全钢		
浦林成山	浦林成山泰国											215万条全钢				
	浦林成山泰国													扩建 600万条半钢		
双钱轮胎	双钱泰国											800万条半钢+200万条全钢				
	双钱泰国													扩建 200万条半钢		

数据：公司公告，Wind，知网，车轱辘，中国橡胶杂志等，东方证券研究所

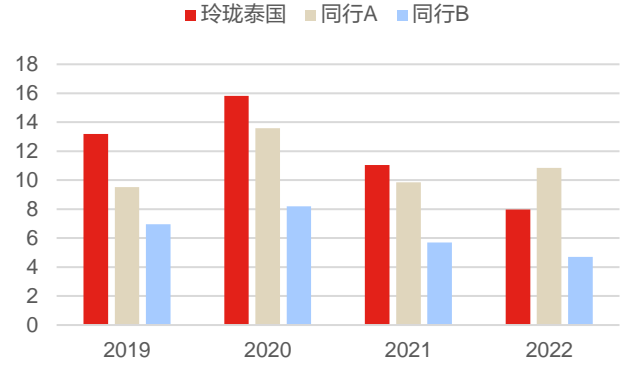
注：中策橡胶的海外工厂暂无具体产能规划的公开资料

图 8：受双反影响的海外工厂收入（亿元）



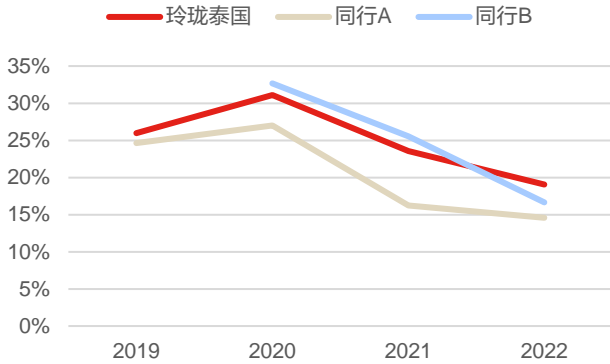
数据：Wind, 东方证券研究所

图 9：受双反影响的海外工厂净利润（亿元）



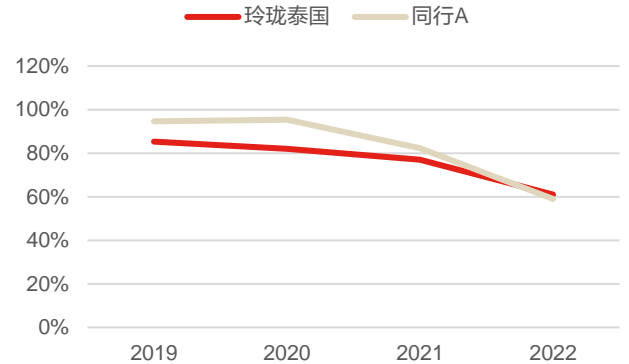
数据：Wind, 东方证券研究所

图 10：受双反影响的海外工厂净利润率



数据：Wind, 东方证券研究所

图 11：受双反影响的海外工厂半钢开工率



数据：Wind, 东方证券研究所

表 5：东南亚轮胎出口美国面临的双反情况

应诉方	轮胎类型	立案-终裁时间	终裁结果
泰国、越南等	乘用车和轻型卡车轮胎	2020年5月-2021年6月	泰国：14.62%-21.09%的反倾销税；越南：6.23%-7.89%的反补贴税
泰国	乘用车和轻型卡车轮胎	2022年9月-2024年1月	第一轮行政复审调查，泰国出口美国的反倾销税率降至1.24%-6.16%
泰国	卡车和公交车轮胎	2023年11月	美国钢铁工人联合会等申请称倾销幅度达47.81%

数据：中国贸易救济信息网, USW, 东方证券研究所

### 3.2、欧洲基地放量在即

虽然玲珑的出海 2.0 还未有实际收益，但从两次海外布局的决策来看，玲珑的发展眼光确实引领行业。甚至都提前规避了美国双反的影响，趋利避害的能力可见一斑。而我们认为玲珑塞尔维亚基地也已经迎来曙光。玲珑 2023 年把塞尔维亚基地投产列为工作重点，目前 160 万套全钢项目已经正式投产，预计 2024 年满产，并能够应对接下来美国可能对泰国全钢胎实施双反的影响。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/445124130214011140>