

玲珑轮胎（601966.SH）

公司报告 | 首次评级报告



周立
化工研究员

2026年1月20日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	15.11
总市值	221.14亿
PE-TTM	18.31
PB-MRQ	0.95

估值结果

	价值	325.30亿
DDM估值	上行空间	47%
	状态	偏低估
	价值	321.96亿
动态估值	上行空间	46%
	状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★☆☆

核心评级结论

公司是新能源汽车配套龙头，伴随国内新能源车出海，公司全球知名度有望持续提升。公司主要产品为汽车轮胎，包括乘用车胎、商用车胎和非公路轮胎。

公司成长空间良好，主要系公司持续推进高端配套战略，未来存在产品提价空间；公司盈利趋势较差，主要系欧盟对中国本土加征双反税，国内竞争或将加剧，公司或因此受损；公司产业格局一般，主要系轮胎同质化程度高，竞争较为激烈；公司具备一定护城河，主要系公司用工成本低。

基于公司具备低成本扩张能力的假设，我们认为公司未来全球市占率可以达到8%，并且随着公司品牌提升，公司产品可持续提价，在此假设下公司估值低估。

我们区别于市场的观点

市场观点：公司盈利能力差，短期业绩表现较弱，无法给出高估值。

我们的观点：公司盈利能力差与行业周期有关，低利润的商业模式无法长期维持，长期视角下公司盈利能力存在修复空间。短期业绩对公司估值影响有限。

风险提示

竞争格局恶化风险：竞争格局恶化或降低公司成本优势，从而导致公司扩张能力下降，影响公司远期成长能力；新增产能无法消化风险：公司产能持续扩张，若新增产能无法消化，或导致公司盈利能力下降，扩张速度放缓；贸易摩擦风险：若欧美对公司工厂所在地加征双反税，或导致公司盈利能力下降。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司是国内轮胎行业龙头之一，现有轮胎产能约1亿条。为应对欧美对中国内地加征高额双反税，公司正积极出海建厂，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）。为了实现品牌力提升，公司坚持执行“配套拉动替换”的战略。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%。

2. 业务介绍

对于玲珑轮胎公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

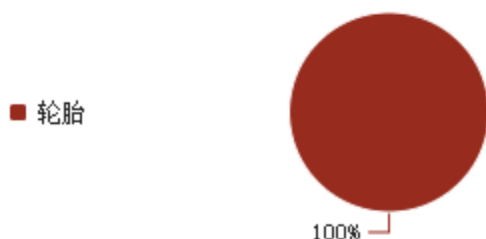
轮胎：

公司产品主要分为半钢胎（乘用车胎），全钢胎（卡客车胎），非公路轮胎（工程机械胎）。我们将该业务竞争市场界定于全球市场。

轮胎的销售模式可分为配套和替换（零售）。配套是将轮胎卖给汽车厂商，是为新车提供原装轮胎所用，该模式为直销，若汽车厂家过于强势，轮胎企业则会被压价；替换是将轮胎卖给经销商，经销商再将轮胎卖给需要换胎的消费者，因此该模式对公司的渠道、品牌要求较高。公司坚持配套+替换并行，以配套带动品牌提升，进而拉动替换需求。

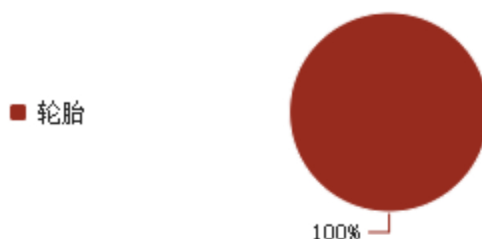
轮胎从用途可分为乘用车胎和商用车胎。乘用车胎面向大众消费者，消费品属性较强，能否占领客户心智较为关键，因此产品差异化程度较高。商用车胎属于生产资料，面向卡车司机等工作，性价比是评判轮胎好坏的标准，因此产品同质化程度高，市场竞争也更为激烈，当下卡客车胎竞争尤为激烈。公司半钢胎产能占比超80%，产能结构较为平衡。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是轮胎制造企业，固定资产投入较大，资产强度高；公司轮胎产品技术成熟，且同质化程度较高，因此研发强度中等；公司目前业务重心在于同质化产品的生产，在品牌建立方面投入较低，因此营销强度较低；公司配套与替换业务并重，客户集中度低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司是制造业企业，设备投入大，固定资产投入大。如公司塞尔维亚工厂投资约10亿美元，该工厂具备1200万条半钢胎，160万条全钢胎，2万条非公路轮胎生产能力。截至2025年上半年，公司固定资产约230亿元，在建工程50亿元。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

轮胎属于技术成熟产品，公司研发投入聚焦新能源、绿色环保等前沿领域，2024年公司研发费用率为4.2%。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司替换（零售）与配套并重，其中海外零售占比35%，这部分业务主要依赖海外经销商；公司国内零售业务占比为25%，这部分业务对公司品牌要求较高，但由于占比较低，公司也并未重点发力。2024年公司广告费用略超1亿元，销售费用率为3%。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司坚持“四条腿走路”，即业务分为国内替换、国内配套、海外替换、海外配套，业务占比分别为25%、35%、35%、5%。不同业务所面对的客户不同，因此公司客户集中度低。2024年公司前五大客户集中度为17%。

4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效表现一般，盈利能力一般，成长能力一般，业务控制力一般，股东回报一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2021年及2022年，全球海运费上涨叠加轮胎原材料上涨，公司利润率大幅下降。2021年公司国内、国外毛利率分别为12.8%、21.7%，同比下降8、14pct。2023年之后，随着海运费回落，公司盈利能力有所修复。从业务上看，公司低端配套业务占比过高，这类业务利润率低，拉低了公司整体盈利能力。目前公司正在向高端配套发力。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司是典型制造业企业，收入随产能增长而增长，另外轮胎行业存在一定周期性，这会导致公司利润波动。近年公司固定资产由2021年的124亿增长到2024年的223亿，带动公司收入快速增长。由于2022年公司利润承压，当年成长能力星级表现较差。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司在产业链中展现出较强的上游议价能力，依托规模化采购与全球产能布局，对原材料供应商具备良好掌控力，资金占款优势明显。然而，在下游市场，受制于主机厂回款周期较长，公司在客户端的话语权相对薄弱，现金回收效率承压。2021-2023年，公司经营性现金流/净利润小于100%，直至2024修复至110%。

4.4 股东回报评级

★★★☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报一般，主要因盈利较差。近年公司维持30%股利支付率，但是股息率较低，2021年及2022年不足0.5%，2023年后公司利润修复，股息率逐步提升，2024年公司股息率为2%。

5. 四维评级

公司成长空间较为广阔，盈利趋势较差，产业格局一般，具备一定护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司产品性价比高，可持续抢占海外市场份额，公司规模具备提升空间。另外，公司实施“配套拉动替换”的战略，该战略旨在通过大量配套提高自身品牌曝光度，以增加公司产品远期的替换需求以及提高产品售价。

轮胎(3.5星):

全球轮胎需求约18亿条，其中16亿条为半钢胎。近五年轮胎需求量几乎没有增长，因此这个行业目前几乎属于存量市场竞争。由于公司工厂位于低人力成本区，因此公司具备明显的成本优势，在成本占优的情况下，公司可凭借性价比持续抢占海外市场份额。从“配套拉动替换”战略来看，在高端车型上，消费者价格敏感度低，在“好车配好胎”的朴素思想下对原装车胎忠诚度高。因此高端车型配套是提升公司品牌力，培养替换需求的重要方式。低端车型上，消费者更看重价格或性价比，品牌忠诚度相对较低，配套对替换的拉动效果不如高端车型的效果好。公司目前配套集中在中低端车型，正在往高端车型发力，随着公司战略的深化推进，公司的成长空间也将打开。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

欧盟即将对中国内地生产的半钢胎加征双反税，在双反税加征后国内竞争大概率加剧，由于公司主要产能集中于国内，短期内公司大概率受负面影响。

轮胎(2.5星):

当欧盟双反税落地后，预计海外工厂生产的轮胎提价，国内降价。公司半钢胎产能中超7成在国内，预计公司受负面影响更大。因此公司盈利承压。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司属于全球轮胎行业第三梯队，品牌溢价低，在公司品牌形成前，仍需在中低端市场上卷价格，因此行业竞争较为激烈。由于下游部分经销商、主机厂话语权较强，公司产业链地位一般。总体而言，公司产业格局一般。

轮胎(3星):

轮胎是非常成熟的产品，各家企业的轮胎性能差距并不大，一线品牌价格高昂，第三梯队轮胎企业没有品牌溢价，只能进行价格竞争，因此行业内竞争较为激烈。公司坚持“四条腿”走路，国内海外、配套替换并行发展，因此受单一客户的影响相对有限，但是公司配套业务较多，客户结构上主机厂占比较高，因此公司对下游话语权相对较弱。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河在于成本优势，成本优势来源主要在于低人力成本资源。随着公司品牌力提升，公司未来也将形成一定品牌护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
轮胎	(1星) 公司工厂在中国、泰国、塞尔维亚，劳动力成本低，这为公司带来了一定成本优势。近五年该业务经壹评级调整后的ROE为8%，略有超额。公司在行业内规模属于第三梯队，业务控制力表现一般。	(3星) 公司护城河在于资源优势、品牌优势，护城河持续性较强。1) 公司工厂分部在中国、泰国等人力成本较低地区，相较于米其林等一线品牌，公司产品生产成本不足其一半。人力资源带来的成本优势极大凸显了公司产品的性价比，让公司产品在欧美市场存在较强竞争力。但是该优势易被同行学习借鉴，因此持续性较弱。2) 尽管当前公司产品品牌溢价低，但是公司持续推进高端配套战略，品牌力有望持续提升，品牌护城河有望持续拓宽。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业具备一定周期性, 为了方便估值, 我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法, 我们认为公司合理估值为320亿元左右。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务为轮胎生产及销售，我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 短期：销量由产能规划驱动，我们预计公司2027年轮胎销量为1.1亿条，价格方面我们预计公司受关税影响难以提价，预计2027年公司单胎价格为250元。
- 2) 长期：公司具备扩张能力，我们认为公司产能天花板可以达到17000万条轮胎/年，对应全球份额约8%。我们预计随着品牌提升，公司轮胎价格存在提升空间，远期可达到300元/条。

盈利能力假设：

- 1) 短期：我们认为公司受关税影响，盈利能力存在下行压力，但是公司具备一定顺价能力，因此公司盈利能力尽管承压但是可以保持相对稳定，2027年我们预计公司毛利率为20%。
- 2) 长期：公司人力成本优势将出现下降，但是随着公司品牌力提升，我们预计公司产品可持续提价，预计公司远期毛利率可提升至23%左右。

表2：公司整体业绩预测

玲珑轮胎	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	167.0	199.0	218.0	230.5	252.0	275.0	298.0	327.4
归母净利润(亿)	1.5	13.1	16.9	14.2	17.5	17.5	17.1	21.2
归母净利润增速(%)	-78.8	788.4	29.1	-15.9	23.1	-0.4	-2.4	24.2
经营性净利润(亿)	1.0	12.4	15.9	14.2	17.5	17.5	17.1	21.2
经营性净利润增速(%)	-85.0	1126.9	28.3	-10.2	23.1	-0.4	-2.4	24.2
经营性归母净利润(亿)	1.0	12.4	15.9	14.2	17.5	17.5	17.1	21.2
经营性归母净利润增速(%)	-85.0	1127.7	28.3	-10.2	23.1	-0.4	-2.4	24.2

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

轮胎	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	167.0	199.0	218.0	230.5	252.0	275.0	298.0	327.4
收入增速(%)	-8.7	19.2	9.5	5.7	9.3	9.1	8.3	9.9
经营性净利润(亿)	1.0	12.4	15.9	14.2	17.5	17.5	17.1	21.2
经营性净利率(%)	0.6	6.2	7.3	6.2	7.0	6.4	5.7	6.5
经营性净利润增速(%)	-85.0	1126.9	28.3	-10.2	23.1	-0.4	-2.4	24.2

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
轮胎	3.5%	中低	较好	较强	8.0%	13.75	34.0
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
轮胎(亿)	88.3	233.7	322.0	-	-	-	322.0
公司整体测算(亿)	88.3	233.7	322.0	-	-	-	322.0

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
轮胎(亿)	143.3	182.0	325.3	-	-	-	325.3
公司整体测算(亿)	143.3	182.0	325.3	-	-	-	325.3

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面:公司所处行业信息透明度一般,公司主要原材料价格易获取,但是产品的产量、价格信息不易获取;公司信息披露一般,但是与市场交流充分。业绩预测层面:行业存在一定周期性,且公司存在对业绩影响较大的不确定性事件(贸易摩擦、品牌提升进展等),公司远期业绩预测准确度较低。总体而言,公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。