

证券研究报告
化工行业
2021年01月06日

玲珑轮胎深度报告之十一： 轮胎质量正在跻身世界一流

首席分析师：李永磊
分析师：董伯骏
联系人：赵小燕

执业证书编号：S1220517110004
执业证书编号：S1220520060003

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

■ **玲珑轮胎主要逻辑：品牌化和国际化将使玲珑轮胎成长为全球轮胎巨头**
未来有望看到玲珑轮胎销量持续提升，单条轮胎的利润也不断提升，天花板较高。

✓ **品牌化：以成本优势突破原装市场，在零售市场形成品牌**
原装持续突破，形成导流作用，同时，在渠道和品牌方面发力，打造品牌，突破中高端零售市场，单条轮胎利润持续提升。

✓ **国际化布局，规避关税壁垒**
玲珑轮胎相对于国际巨头具有较大的成本优势，玲珑轮胎未来通过在国外布局6个生产基地，规避国外的关税壁垒，实现销量的持续提升。

本篇报告解决的问题和结论：

质量过关是玲珑轮胎未来能够形成品牌的基础，但市场一般的认知是国产轮胎的质量较国际品牌要差一些，本篇报告通过研究玲珑轮胎的研发能力以及国际第三方权威机构对轮胎的测试结果，发现玲珑轮胎的质量不输国际一线品牌，甚至在某些指标方面领先于国际知名品牌。

核心观点：

玲珑轮胎的产品质量正在逐步达到世界轮胎公司的主流质量水平，消费者使用反馈好，且同等尺寸轮胎的价格仅为米其林、普利司通等品牌的1/2-1/3。我们看好玲珑轮胎基于优良的性能、有吸引力的价格以及合资品牌前装配套持续突破和新零售模式打通零售渠道，2030年实现轮胎销量1.6亿条，销售收入超800亿元，跻身世界一流，成为全球第五大轮胎企业的目标。

➤ 玲珑轮胎研发增速和投入比例高于米其林、普利司通等全球龙头

玲珑轮胎获得国家科技进步二等奖、国家技术发明二等奖两项国家级科技奖项，参与多项课题研究。2019年公司研发支出达到7.3亿元人民币，同比增速32.7%，2019年研发费用占营业收入比例为4.3%，研发费用增速和投入比例高于米其林、普利司通、固特异等全球龙头企业。

➤ 玲珑轮胎产品质量正在跻身世界一流

玲珑轮胎的产品质量通过了多项认证，包括在2016年德国ADAC汽车协会测试中获得满意评级，2017年夏季轮胎测试中获《AUTO BILD》满意评价，2019年一次性通过TISAX最高级别认证。针对欧盟定于在2020年6月份开始正式启用的新标签法，玲珑轮胎已完成了205/55R16、235/55R19 两个规格产品的开发，达到世界领先水平。

➤ 玲珑轮胎制造工艺较好

基于强大的技术研发实力，玲珑轮胎的制造水平已处在行业领先地位。

轮胎内部结构合理，玲珑Green-Max HP010胎冠结构与米其林Primacy 3ST浩悦，固特异安乘相同。轮胎的胎冠和胎侧硬度适中，兼顾耐磨性与舒适性。表面花纹平均沟槽宽度为10.73mm，沟槽深度为7.45mm，排水性能良好。

➤ 玲珑轮胎驾驶体验综合性较好

玲珑Green-Max HP010的汽车百公里加速时间与同规格知名品牌轮胎位于同一水平；极限绕桩速度优于德国马牌MC5和米其林Primacy 3ST浩悦、固特异安乘和普利司通EP200；干地刹车性能优于同规格韩泰、固特异、米其林轮胎；胎噪低于韩泰、倍耐力、马牌等品牌，驾乘的舒适性良好；滚阻系数优于米其林、普利司通、韩泰等品牌，更为经济。

➤ 玲珑轮胎性价比较高

玲珑轮胎生产成本较低，相比于同规格米其林、普利司通等知名品牌轮胎性价比更高。

➤ 玲珑轮胎投诉量较少，消费者满意度相对较高

在车质网轮胎投诉量上，玲珑轮胎的投诉量小于米其林、普利司通、倍耐力、固特异等知名品牌。

预计玲珑轮胎2020/2021/2022年归母净利润分别为22.08、26.19、31.70亿元，对应PE为24、20和17倍，维持“强烈推荐”评级。

图表1: 盈利预测

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	17164	18790	23227	27865
(+/-) (%)	12.17	9.47	23.61	19.97
归母净利润	1668	2208	2619	3170
(+/-) (%)	41.20	32.40	18.58	21.07
EPS (元)	1.41	1.61	1.91	2.31
ROE (%)	0.15	0.17	0.17	0.17
P/E	23.87	24.15	20.37	16.82
P/B	3.66	4.03	3.36	2.80

资料来源: wind, 方正证券研究所

- **玲珑轮胎研发能力较强**
- **多角度看待玲珑轮胎技术优势**
- **投资建议**
- **风险提示**

重视研发投入，提升品牌质量

- 玲珑轮胎参与制定和修改91项国家及行业标准，承担11项国家级创新课题，公司2020年上半年国内外授权专利59项，累计授权专利750余项，专利保有量居国内轮胎企业前列。
- 荣获国家科技进步二等奖、国家技术发明二等奖两项国家级科技奖项。
- 荣获中国工业领域最高奖项—中国工业大奖，是国内唯一获此殊荣的轮胎企业。
- 荣获山东省省长质量奖、中国500最具价值品牌、亚洲品牌500强、2020年全球十大最具价值轮胎品牌等诸多荣誉，品牌溢价能力逐年提升。

图表2：玲珑轮胎荣获国家科学技术发明



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表3：玲珑轮胎荣获山东省省长质量奖

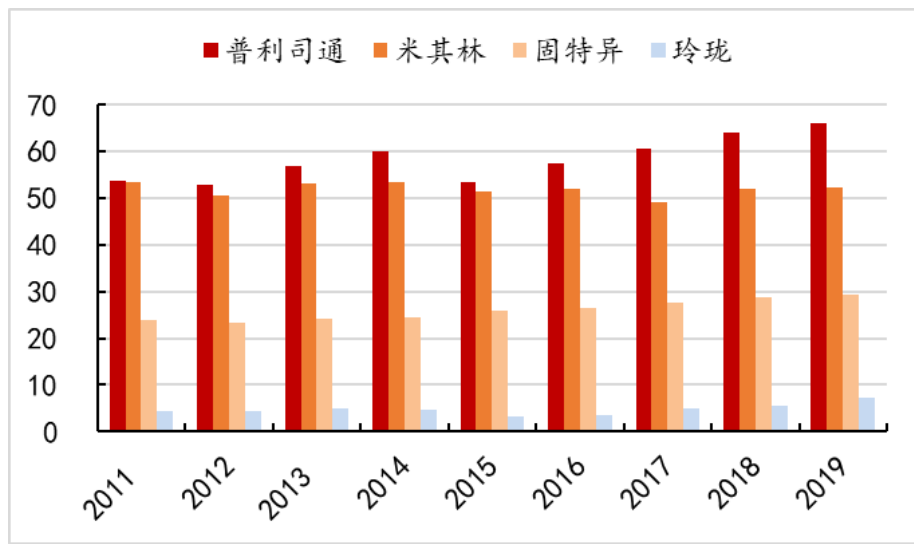


资料来源：公司公告，方正证券研究所

持续投入研发，研发支出增长较快

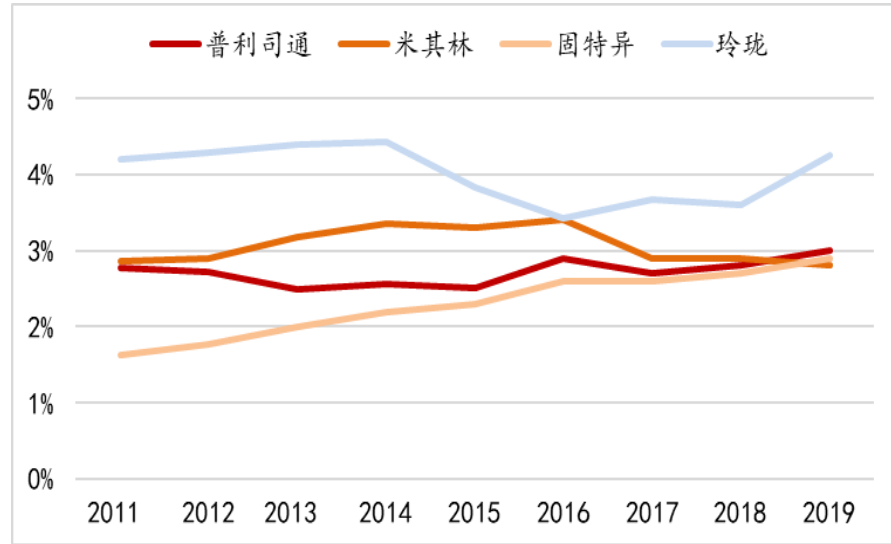
- ▶ 玲珑轮胎坚持自主研发，研发支出逐年增长。2019年公司研发支出达到7.3亿元人民币，同比增速32.7%，2019年研发费用占营业收入比例为4.3%，研发费用增速和投入比例在轮胎企业中名列前茅。国产轮胎企业规模还不及国外巨头，导致了研发金额上暂时不及国际轮胎品牌，但增强对轮胎研发投入是轮胎企业的必然趋势，将轮胎由量向质转化，已经成为轮胎企业相互竞争的重点之一。

图表4：各轮胎企业2011-2019研发支出（亿人民币）



资料来源：公司公告，wind，轮胎商业网，方正证券研究所
注：外币按照当年平均汇率换算

图表5：各轮胎企业2011-2019研发支出占营业收入比例

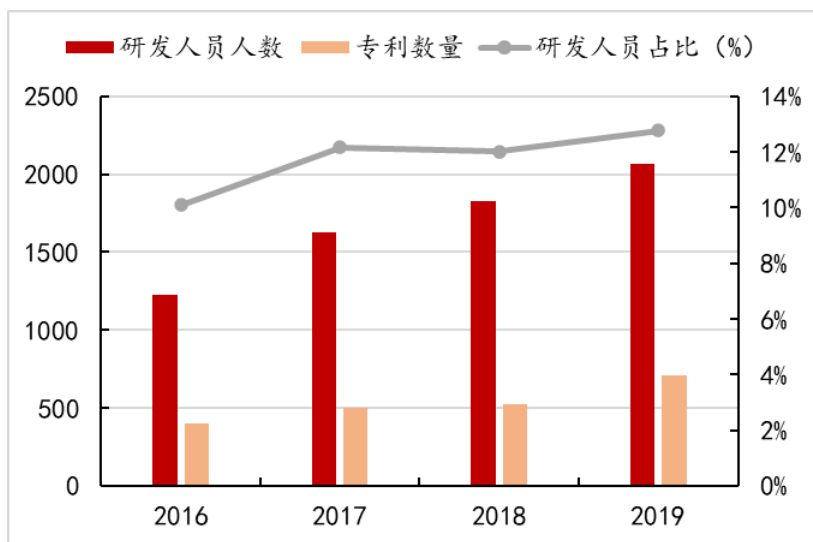


资料来源：公司公告，轮胎商业网，方正证券研究所

研发人员逐年增加，专利数量增长较快

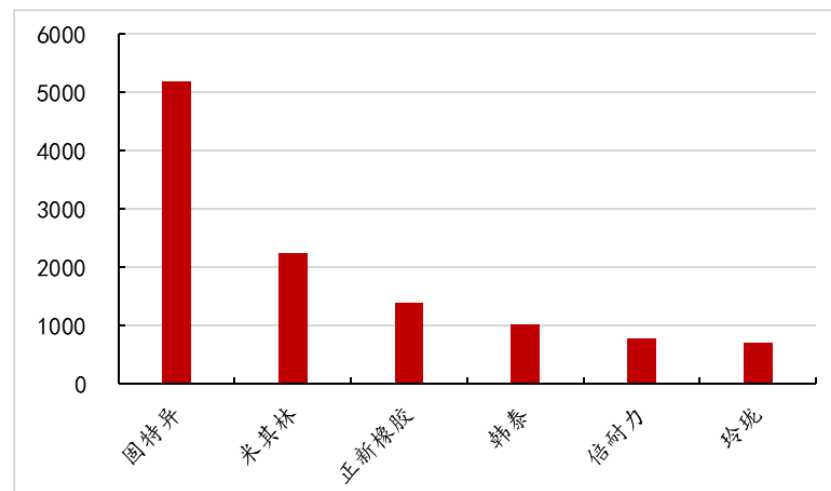
- 玲珑轮胎持续投入研发，研发人员数量逐年增长。2019年公司研发人员达2066人，占总人数的12.76%，人才队伍的壮大为公司研究开发提供了强有力的支持。
- 玲珑轮胎研发投入持续转化为技术输出体现在专利数量的大幅增长上。公司2020年上半年国内外授权专利59项，累计授权专利750余项，专利保有量居国内轮胎企业前列，但与国际知名品牌的专利数量相比，仍有不小的距离，国产轮胎的技术升级之路任重道远。

图表6：玲珑轮胎研发人员及专利数量保持增长



资料来源：公司公告，《中国橡胶》，方正证券研究所

图表7：各轮胎企业专利数量



资料来源：公司公告，《橡胶工业传媒》，方正证券研究所
注：固特异和米其林数据为根据年报估算数据

- 2018年12月公司公告，将在烟台建设以绿色化、智能化、服务化、高端化为引领，以轮胎产业为主、其他产业为辅的产业发展云制造服务、研发测试、智能设计等高新技术产业的新动能智能制造及研发基地，紧跟“中国制造2025”发展趋势。
- 2019年玲珑轮胎与腾讯云、华制智能签署了战略合作协议，聚力智能建设。以智能化为目标改造招远工厂PCR6厂、TBR2厂、柳州工厂、泰国工厂，已完成胎胚自动输送、半部件立库投入使用等智能化建设，进一步规范制造流程。

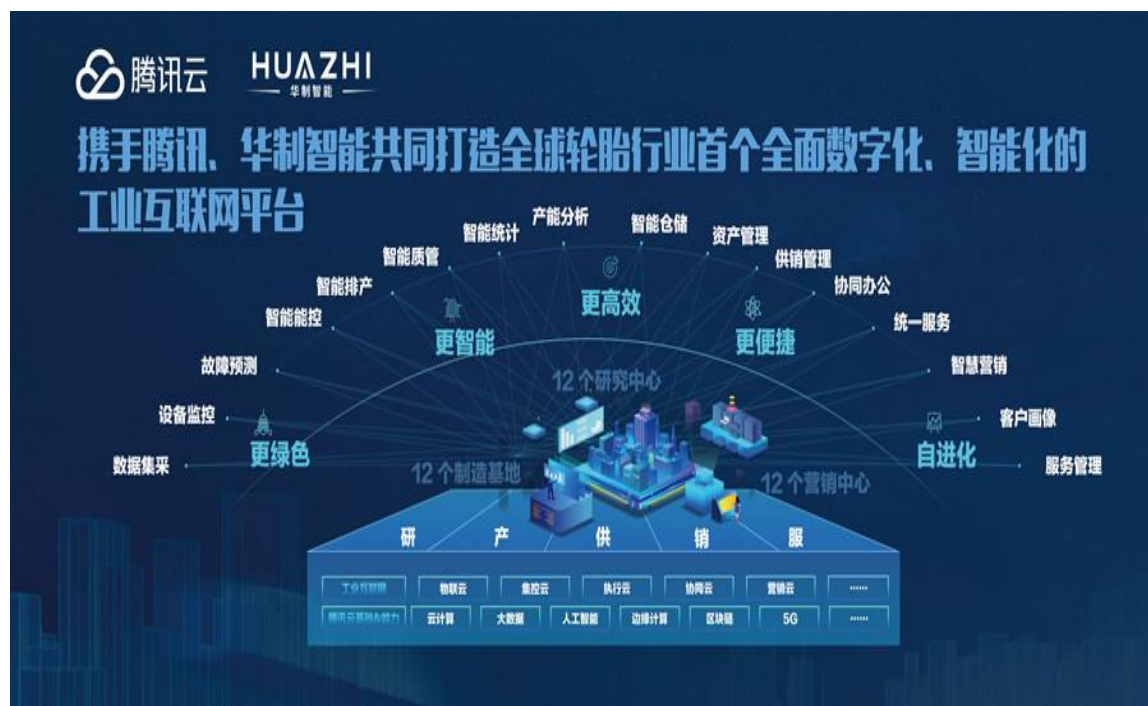
图表8：玲珑轮胎和腾讯云、华制制造战略合作



签署合作协议，构建数字化服务体系

- 2020年年初，玲珑轮胎与腾讯云、华制智能达成新的合作，打造人与人、人与物、物与物全面连接的智慧营销云平台一期建设，为玲珑轮胎提供云计算、智能制造、大数据、人工智能、协同办公、物联网、信息安全等领域技术支持，助力玲珑轮胎实现数字化升级，加速全球化战略布局，实现智能化制造。
- 据环球网报道，2020年7月10日，玲珑轮胎与腾讯云、华制智能再次签署战略合作协议，进行二期合作，在此前共建的全球首个轮胎行业工业互联网平台基础上，继续完善玲珑轮胎数字化服务体系。

图表9：三方合作目标全景



资料来源：华制智能官网，方正证券研究所

- 2019中国汽车零部件企业百强榜和全球汽车零部件企业百强榜以及榜单解读白皮书中玲珑轮胎荣登“2019中国汽车零部件企业百强榜”，位列第17位。
- 据玲珑轮胎官网，大飞机子午线轮胎先进复合材料及结构的设计与制造基础研究”课题取得重要进展，该课题由玲珑轮胎等中国知名轮胎企业技术专家担任项目科技合作顾问委员会，且第一批样品已经在玲珑试制成功，标志着公司在航空轮胎领域取得了突破。

图表10：2019年轮胎企业汽车零部件百强榜排名

轮胎企业	排名
中策橡胶	8
玲珑轮胎	17
赛轮集团	21
三角轮胎	34
风神轮胎	38
贵州轮胎	40
浦林成山	49
通用科技	62
青岛双星	65

资料来源：中国汽车报，方正证券研究所

- 玲珑轮胎研发能力较强
- 多角度看待玲珑轮胎技术优势
- 投资建议
- 风险提示

➤ 玲珑轮胎产品质量正在跻身世界一流

玲珑轮胎的产品质量通过了多项认证，包括在2016年德国ADAC汽车协会测试中获得满意评级，2017年夏季轮胎测试中获《AUTO BILD》满意评价，2019年一次性通过TISAX最高级别认证。针对欧盟定于在2020年6月份开始正式启用的新标签法，玲珑轮胎已完成了2个规格产品的开发。205/55R16、235/55R19规格产品的滚动阻力为6.0以下，湿滑指数为1.60以上，通过噪声68dB，达到世界领先水平。

➤ 玲珑轮胎制作工艺较好

基于强大的技术研发实力，玲珑轮胎的制造水平已处在行业领先地位。

轮胎内部结构合理，玲珑Green-Max HP010胎冠结构与米其林Primacy 3ST浩悦，固特异安乘同为2层聚酯+2层钢丝+1层尼龙。

轮胎的胎冠硬度为65HA，胎侧硬度为55HA，轮胎较耐磨，硬度较高，适合做极限动作。

表面花纹平均沟槽宽度为10.73mm，沟槽深度为7.45mm，排水性能良好。

➤ 玲珑轮胎驾驶体验综合性较好

玲珑Green-Max HP010的汽车百公里加速为12.25秒，与同规格知名品牌轮胎位于同一水平。极限绕桩速度可以达到64km/h，优于德国马牌MC5和米其林Primacy 3ST浩悦、固特异安乘和普利司通EP200。

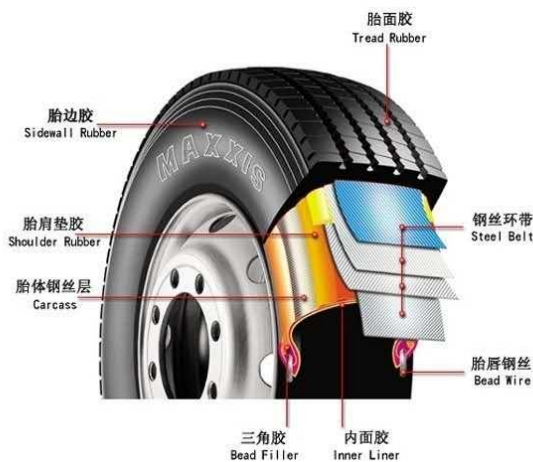
玲珑GREEN-MAX HP010干地刹车距离为36.8m，湿地刹车距离为38.92m，略优于固特异御乘的37.9m/42.68m，大幅优于普利司通耐驰客的40.45m/47.51m，同时也优于一众国产品牌。

玲珑轮胎胎噪为69分贝，低于韩泰、倍耐力、马牌等品牌，驾乘的舒适性良好。

玲珑轮胎在滚动阻力测试中表现优异，滚阻系数8.37N/kN，优于米其林、普利司通、韩泰等品牌，更为经济。

- 子午线轮胎国际代号为R，其胎体是聚合物多层交叉材质，从外到内主要有胎面、带束层（含钢丝）、尼龙冠带层、帘布层、气密层等结构。胎面的花纹形状，花纹深度决定了轮胎与地面接触时摩擦力的大小，钢丝带束层为胎面提供了刚性基础，尼龙冠带层与帘布层承担载重负荷，并保持了轮胎在行驶过程中的稳定性。
- 轮胎型号表示胎宽、扁平比（轮胎胎壁高度和轮胎断面宽度的比例）、轮辋直径、轮胎可承受的最大速度等含义。如235/55 R17 99V胎宽235毫米，扁平率55%，轮辋直径17英寸的子午线轮胎，其载重指数是99，对应的最大载重能力775kg，最高时速240KM/h。

图表11：子午线轮胎结构示意图



图表12：轮胎载重指数与速度级别对照表

载重指数	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87
载荷 (kg)	425	437	450	462	475	487	500	515	530	545
载重指数	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97
载荷 (kg)	560	580	600	615	630	650	670	690	710	730
载重指数	98	99	100	101	102	103	104	105	106	107
载荷 (kg)	750	775	800	823	850	875	900	925	950	975
载重指数	108	109	110	111	112	120	121	122	123	124
载荷 (kg)	1000	1030	1060	1090	1120	1400	1450	1500	1550	1600

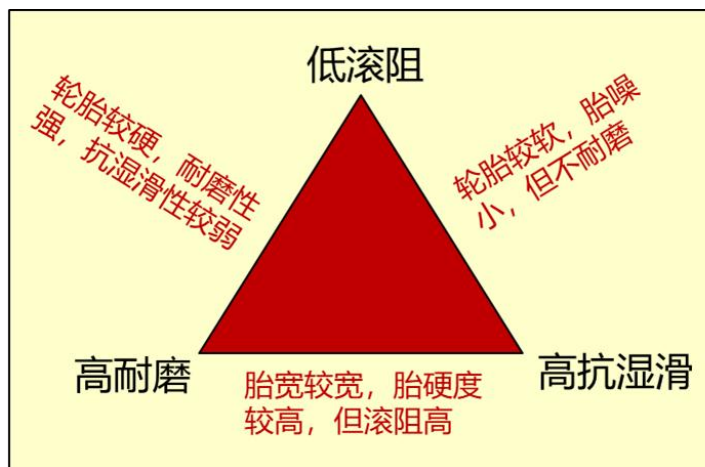
速度级别	K	L	M	N	P	Q	E
速度 (km/h)	110	120	130	140	150	160	170
速度级别	S	T	U	H	V	W	Y
速度 (km/h)	180	190	200	210	240	270	300

资料来源：360百科，方正证券研究所

资料来源：汽车维修技术网，方正证券研究所

- 轮胎中的魔鬼三角指的是轮胎的三个性能：耐磨性、抗湿滑性、滚动阻力，抗湿滑性决定了轮胎的抓地能力。滚动阻力性能关系到汽车的油耗和环保，耐磨性能则直接影响轮胎的使用寿命。低滚阻、高耐磨的轮胎硬度普遍偏高，驾乘舒适度和胎噪控制能力偏弱。这3种性能之间呈现出一种难以调和的矛盾关系。一般来说，一款轮胎的滚动阻力越小、耐磨性越好，那它的抗湿滑性能就越差。
- 轮胎企业都在想方设法突破魔鬼三角，其中玲珑轮胎在轮胎制造上的探索已经走在前列。据轮胎世界网，北京化工大学与玲珑轮胎联合开发的3D打印聚氨酯轮胎于2017年成功面世。相比传统橡胶胎面，采用聚氨酯制作的轮胎有更低的生热和更低的滚动阻力，且成本大大低于传统的橡胶轮胎，有望成为下一代绿色轮胎的主打材料。

图表13：轮胎魔鬼三角示意图



资料来源：轮胎商业，方正证券研究所

图表14：3D打印聚氨酯轮胎



资料来源：太平洋汽车网，方正证券研究所

- 针对欧盟定于在2020年6月份开始正式启用的新标签法，玲珑轮胎于2019年7月已完成了2个规格产品的开发。205/55R16、235/55R19规格产品的滚动阻力为6.0以下，湿滑指数为1.60以上，通过噪声68dB，达到世界领先水平。2018年欧洲轮胎市场上A-A-1（滚动阻力A级-湿滑制动A级-噪声1级）级轮胎占比仅为0.3%。

图表15：欧盟新标签法级标准（能源效率）

能源效率等级	C1	C2	C3
A	$RRC \leq 6.5$	$RRC \leq 5.5$	$RRC \leq 4.0$
B	$6.6 \leq RRC \leq 7.7$	$5.6 \leq RRC \leq 6.7$	$4.1 \leq RRC \leq 5.0$
C	$7.8 \leq RRC \leq 9.0$	$6.8 \leq RRC \leq 8.0$	$5.1 \leq RRC \leq 6.0$
D	$9.1 \leq RRC \leq 10.5$	$8.1 \leq RRC \leq 9.0$	$6.1 \leq RRC \leq 7.0$
E	$RRC \geq 10.6$	$RRC \geq 9.1$	$RRC \geq 7.1$

图表16：欧盟新标签法级标准（湿滑指数）

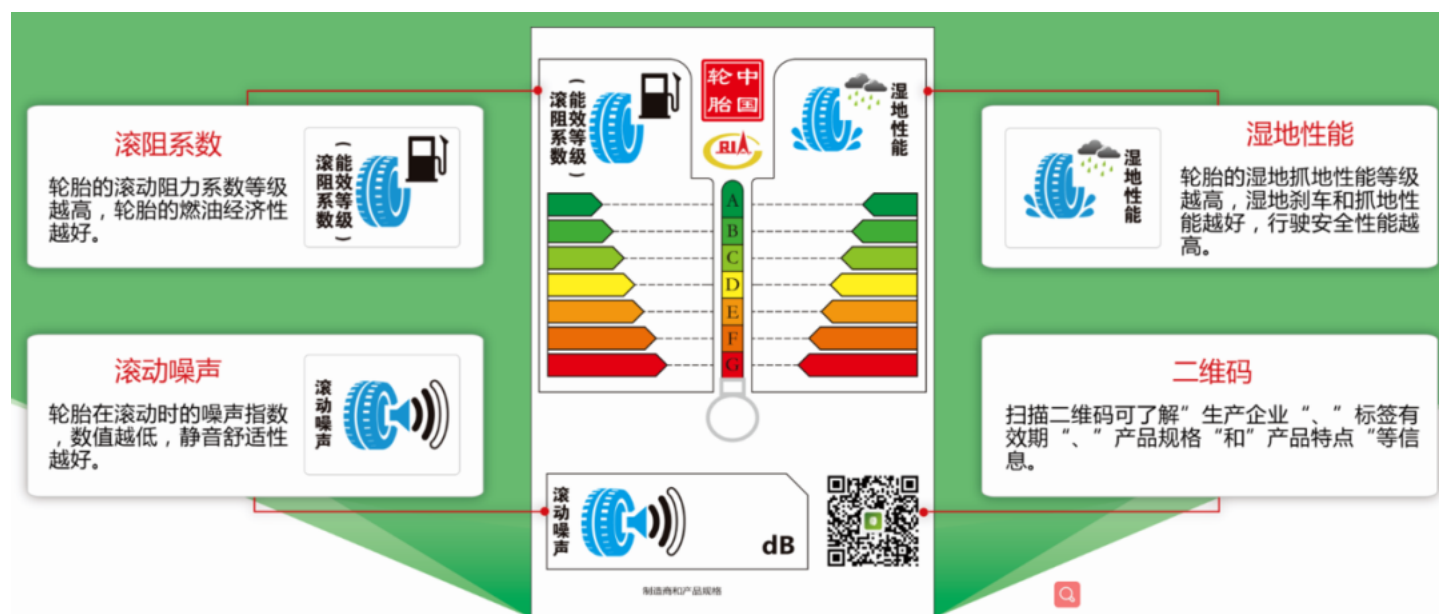
湿滑指数	C1	C2	C3
A	$1.55 \leq G$	$1.40 \leq G$	$1.25 \leq G$
B	$1.40 \leq G \leq 1.54$	$1.25 \leq G \leq 1.39$	$1.10 \leq G \leq 1.24$
C	$1.25 \leq G \leq 1.39$	$1.10 \leq G \leq 1.24$	$0.95 \leq G \leq 1.09$
D	$1.10 \leq G \leq 1.24$	$0.95 \leq G \leq 1.09$	$0.80 \leq G \leq 0.94$
E	$G \leq 1.09$	$G \leq 0.94$	$G \leq 0.79$

资料来源：欧盟理事会（EU）2020/740条例，方正证券研究所

资料来源：欧盟理事会（EU）2020/740条例，方正证券研究所

- 国内轮胎标签认证方面，截至2019年10月底，有28家企业获得轮胎标签，覆盖1274个规格的产品。中橡协共发出207个轮胎标签，C1轮胎标签99个，C2轮胎标签12个，C3轮胎标签96个。其中玲珑轮胎认证产品总数量、C1（轿车）认证产品总数量、C1（轿车）滚阻系数A级产品总数量、C3（卡车）湿地性能A级产品总数等多项指标位列第一。

图表17：中国轮胎标签参数说明



➤ 2019年一次性通过TISAX最高级别认证

2019年11月26日，玲珑轮胎通过TISAX（可信信息安全评估交换）最高级别认证（Assessment level 3），成为首家一次性通过TISAX认证的国内轮胎企业。“TISAX认证”被欧洲汽车整车制造商用于内部评估、供应商、服务商评估，其评估结果可以实现汽车行业企业之间信息安全评估的相互认可，也是为欧洲汽车行业提供服务的门槛。宝马、奔驰、奥迪等欧洲众多汽车知名品牌及相关企业均是其组织成员。通过TISAX认证不仅是对玲珑轮胎在信息安全管理方面工作的认可，同时也为公司更好地服务欧洲车企提供了可靠的信息安全保障。

图表18：TISAX认证级别及审核内容

认证级别	审核内容	信息保护级别
AL 1	VDA ISA自评问卷自我评估	正常
AL 2	协会通过专家访谈等途径，对自评结果进行真实性调查	高
AL 3	协会通过专家访谈，现场调查等途径进行完整有效的审核评估	非常高

资料来源：《TISAX标准认证手册》，方正证券研究所

图表19：通过TISAX认证的国内企业



资料来源：公开新闻，方正证券研究所整理

玲珑轮胎在Test World测试中表现优异

► 玲珑轮胎在2017 Test World夏季测试中表现优异

2017年玲珑轮胎在Test World夏季测试中以总分8.3获得第8名。

在代表安全性的制动与动态抓地力项目上，玲珑轮胎的表现与普利司通相当，略低于米其林，略优于固特异与韩泰；

在操控性能上，玲珑轮胎综合表现与普利司通，米其林，固特异，韩泰旗鼓相当；

在乘架的舒适性上，玲珑轮胎得分与米其林，普利司通，固特异相等，略低于韩泰；

在轮胎的经济性（滚阻系数）方面，玲珑轮胎与米其林，普利司通，韩泰得分相等，略低于固特异。

对比可见，在综合性能上玲珑轮胎已经与韩泰和固特异不相上下，比起米其林与普利司通也只稍逊一筹。

图表20：玲珑轮胎在2017 Test World夏季测试中表现优异

	比重	诺记	德国马牌	米其林	普利司通	倍耐力	固特异	宝龙	玲珑	邓禄普	韩泰	建大	万力	弗雷德	优科豪马	玛吉斯	达万蒂	德安通
排名		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
湿地	55%																	
制动	15%	9	9	10	9	8	8	9	9	8	9	8	8	9	9	8	8	6
动态抓地力	15%	10	9	10	9	10	9	9	9	8	8	9	9	9	9	8	8	6
水滑性能	15%	9	8	7	10	8	9	8	8	8	7	10	10	7	6	7	7	8
操控性能	10%	9	9	9	8	9	8	9	9	7	8	8	8	8	7	7	7	5
干地	25%																	
制动	15%	8	9	10	9	8	8	7	8	9	9	8	7	8	9	8	6	7
操控性能	10%	9	10	8	8	8	8	8	7	9	8	7	7	8	8	9	7	7
经济与舒适性	20%																	
噪音	10%	10	10	9	9	9	9	9	9	8	10	9	9	9	9	10	9	8
滚动阻力	10%	10	9	7	7	10	9	9	7	9	7	6	7	7	8	8	6	6
总分	100%	9.2	9.1	8.9	8.8	8.7	8.5	8.5	8.3	8.3	8.3	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1	7.3	6.7

玲珑轮胎在ADAC评测中表现优异

➤ 玲珑轮胎在ADAC的评测中表现优异

ADAC是德国专业的评测结构，成立于1903年，以汽车碰撞测试苛刻而闻名。

ADAC轮胎测试项目包括：干地项目（操控、安全性、制动），湿地项目（制动、纵向水漂，横向水漂，操控，圆环/横向抓着力），噪声/舒适性（内部噪声、外部噪声），燃油消耗以及磨耗。

在ADAC的评测中，玲珑轮胎在各尺寸乘用车轮胎上均有优异的表现。2016年185/65/R15尺寸轮胎测试中排名第9，2018年205/55/R16尺寸轮胎测试中排名第15，2019年185/65/R15尺寸轮胎测试中排名第16，综合成绩与韩泰、倍耐力、佳通等品牌接近，略逊于米其林、普利司通、固特异、大陆等轮胎巨头。

图表21：近四年ADAC评测完整榜单

	2016	2017	2018	2019
	185/65 R15	195/65 R15	205/55 R16	185/65 R15
1	Vredestein Sportrac 5	倍耐力Cinturato P1 Verde	米其林Primacy 3	普利司通Turanza T005
2	大陆Premium Contact 5	普利司通Turanza T001 Evo	普利司通Turanza T001 Evo	Vredestein Sportrac 5
3	邓禄普Sport BluResponse	大陆Premium Contact 5	大陆Premium Contact 5	米其林CrossClimate+
4	固特异EfficientGrip Performance	固特异EfficientGrip Performance	Firestone RoadHawk	固特异EfficientGrip Performance
5	韩泰K425 Kinergy Eco	ESA Tecar Spirit 5 HP	韩泰Ventus Prime 3 K125	Firestone RoadHawk
6	诺记Line	邓禄普Sport BluResponse	Semperit SpeedLife 2	锦湖Ecowing ES01 KH27
7	锦湖Ecowing ES01 KH27	诺记Line	ESA Tecar Spirit 5 HP	玛吉斯 Mecotra ME3
8	Sava intensa hp	Vredestein Sportrac 5	锦湖Ecsta HS51	东洋Proxes CF2
9	玲珑Infinity Ecosis	风神PrecisionACE2	倍耐力Cinturato P7 Blue	大陆Premium Contact 5
10	米其林Energy Saver+	锦湖Ecowing ES01 KH27	Fulda EcoControl HP	飞劲ZiEX ZE310 EcoRun
11	Barum Brilliantis 2	米其林Energy Saver+	佳通GitiPremium H1	Semperit Comfort Life 2
12	普利司通Turanza T001	Sava intensa hp	固特异EfficientGrip Performance	佳通 GitiSynergy E1
13	耐克森N Blue HD+	Semperit Comfort Life 2	耐克森N Blue HD+	Petlas Imperium PT515
14	Semperit Comfort Life 2	韩泰Ventus Prime 3 K125	固铂Zeon CS8	韩泰Kinergy Eco 2
15	南港Green Sport Eco 2	玛吉斯Premitra HP5	玲珑Infinity Ecosis	倍耐力Pirelli Cinturato P1 Verde
16	佳通Radial Champiro VP1	佳通Radial Champiro FE1	Vredestein Sportrac 5	玲珑Green Max HP010

玲珑轮胎在Auto Bild评测中表现优异

► 玲珑轮胎在Auto Bild的评测中表现优异

AUTO BILD是德国权威汽车媒体，一直致力于通过详实的独立的测试数据，专业的技能指导以及为读者服务理念，为汽车消费者提供决策性的支持。Auto Bild近年的评测以大尺寸轮胎为主，除了在17寸以下的主流市场中保持竞争力，玲珑轮胎也开始在17寸及以上的轮胎市场中崭露头角。

2017年《AUTO BILD》发布的测试报告中，玲珑轮胎旗下的 LEAO Nova Force获得安全性能较好、行驶噪声较低以及性价比超高的满意评价，在52款产品中排名第17位，被评价为“值得选购的轮胎”。在2018年的测评报告中玲珑 Infinity Ecosis排名第13位。

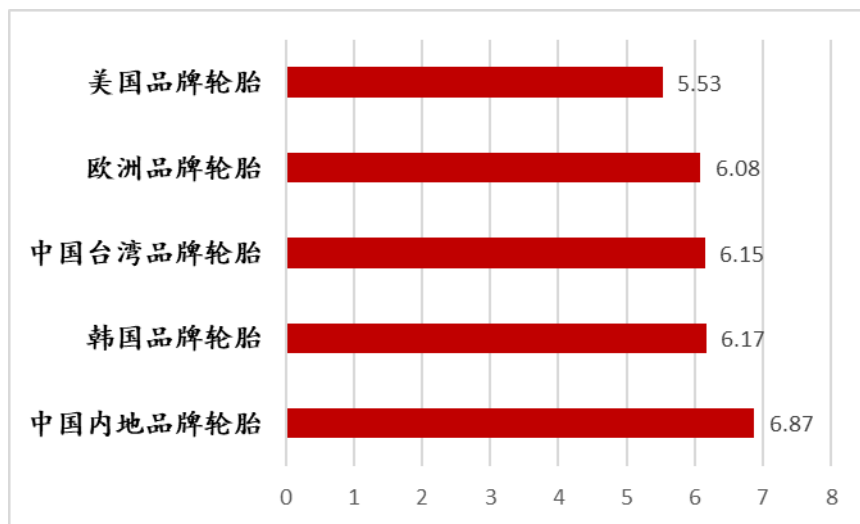
图表22：近三年Auto Bild评测完整榜单（取前20）

	2017	2018	2019
1	大陆Premium Contact 6	韩泰Ventus Prime 3 K125	米其林Pilot Sport 4
2	邓禄普SportMaxx RT 2	大陆Premium Contact 6	固特异Eagle F1 Asymmetric 5
3	飞劲Azenis FK510	飞劲ZIEX ZE310 EcoRun	飞劲Azenis FK510
4	倍耐力Cinturato P7 Blue	Firestone RoadHawk	韩泰Ventus S1 evo 3
5	韩泰Ventus Prime 3 K125	米其林Energy Saver	大陆Premium Contact 6
6	Fulda SportControl 2	倍耐力Cinturato P1 Verde	Fulda SportControl 2
7	普利司通Turanza T001 Evo	普利司通Turanza T005	诺记WetProof
8	固特异Eagle F1 Asymmetric 3	Fulda EcoControl HP	倍耐力P Zero
9	米其林Primacy 3	Vredestein Sportrac 5	Sava Intensa UHP 2
10	Uniroyal RainSport 3	固特异EfficientGrip Performance	阿波罗Aspire XP
11	Vredestein Ultrac Satin	邓禄普Sport BluResponse	Vredestein Ultrac Vorti
12	Sava Intensa UHP 2	Uniroyal RainExpert 3	普利司通Turanza T005
13	东洋Proxes Sport	玲珑 Infinity Ecosis	邓禄普SportMaxx RT 2
14	玛吉斯Premittra HP5	Avon ZV7	优科豪马Advan Fleva V701
15	固铂ZV7	BFGoodrich gGrip	东洋Proxes Sport
16	诺记zLine	固铂Zeon CS8	Kleber Dynaxer UHP
17	固铂Zeon CS8	佳通GitiSynergy E1	玛吉斯Premittra HP5
18	玲珑Leao Nova Force	Kleber Dynaxer HP 3	Firestone RoadHawk
19	优科豪马Advan Fleva V701	诺记Line	建大Emera A1
20	锦湖Ecsta HS51	玛吉斯Premittra HP5	锦湖Ecsta PS71

国产轮胎制作工艺更加符合中国消费习惯

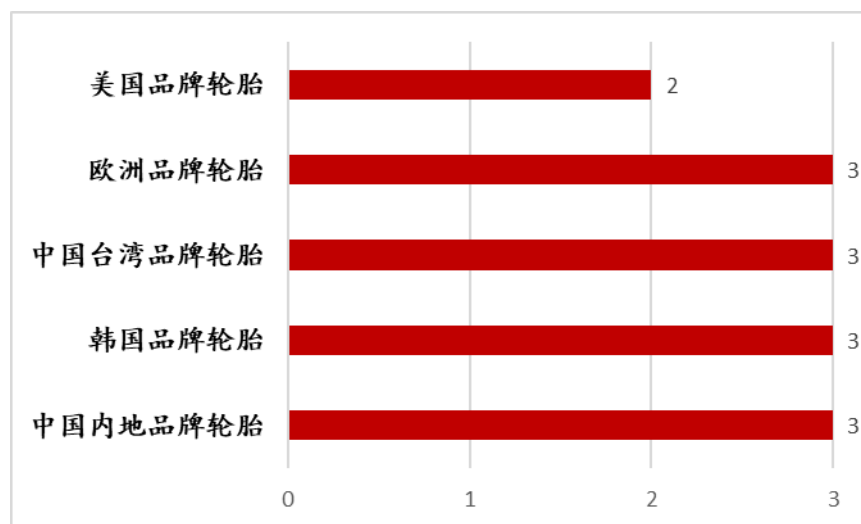
- 由中国中央电视台二套《消费主张》栏目进行的轮胎测试，表明国内市场上国产轮胎在厚度及制作工艺上与国外品牌的差距并不大。
- 轮胎胎侧厚度多在5mm以上，胎侧越薄，车辆驾驶起来会更舒适，同时节省成本，但安全性能却大幅度降低。
- 帘布层是轮胎的主要受力结构,用以保证轮胎的强度以及受压时尺寸的稳定性。在复杂的路面情况下，3层帘布层的轮胎稳定性更好。
- 综合比较，国产轮胎产品普遍偏硬、较耐磨、省油，但在胎噪和行驶舒适度上相对国际品牌较弱，这也更加符合目前中国的消费习惯。

图表23：不同品牌轮胎胎侧厚度（毫米）



资料来源：中国轮胎商业网，方正证券研究所

图表24：不同品牌轮胎帘布层数量

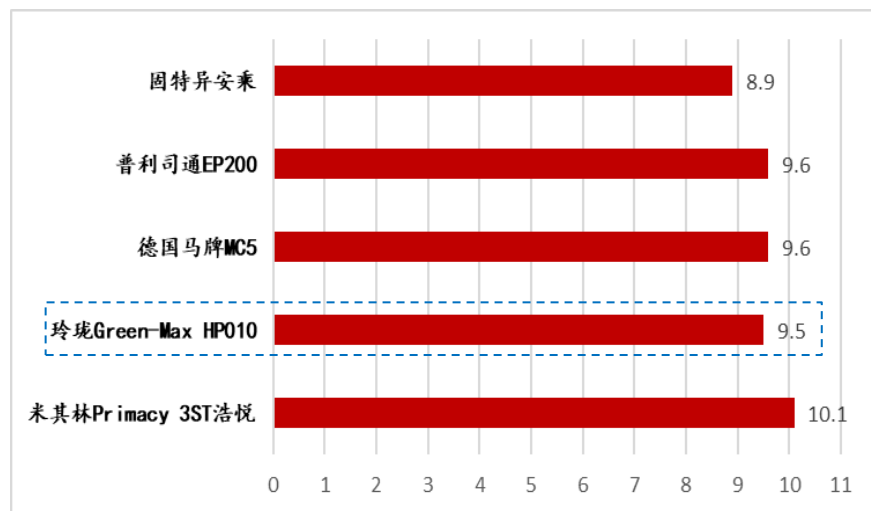


资料来源：中国轮胎商业网，方正证券研究所

结构合理、硬度适中，兼顾耐磨性与舒适性

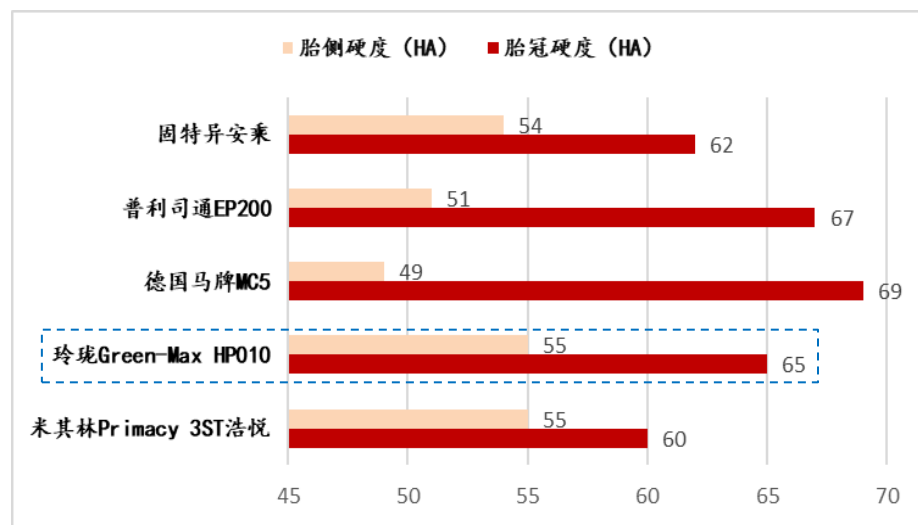
- 据太平洋汽车网的测试，在205/55R16规格轮胎中，玲珑Green-Max HP010胎冠结构与米其林Primacy 3ST浩悦、固特异安乘同为2层聚酯+2层钢丝+1层尼龙，比普利司通EP200（胎冠1层聚酯+2层钢丝+1层尼龙）的稳定性更好。
- 在一定范围内，胎冠硬度越高则轮胎耐磨性越强，胎侧硬度越低则轮胎舒适性更强。玲珑Green-Max HP010轮胎重量为9.5kg，胎冠硬度为65HA，胎侧硬度为55HA，硬度适中，兼顾耐磨性与舒适性。

图表25：各品牌轮胎单胎重量(kg)



资料来源：太平洋汽车网，玲珑轮胎官网，方正证券研究所

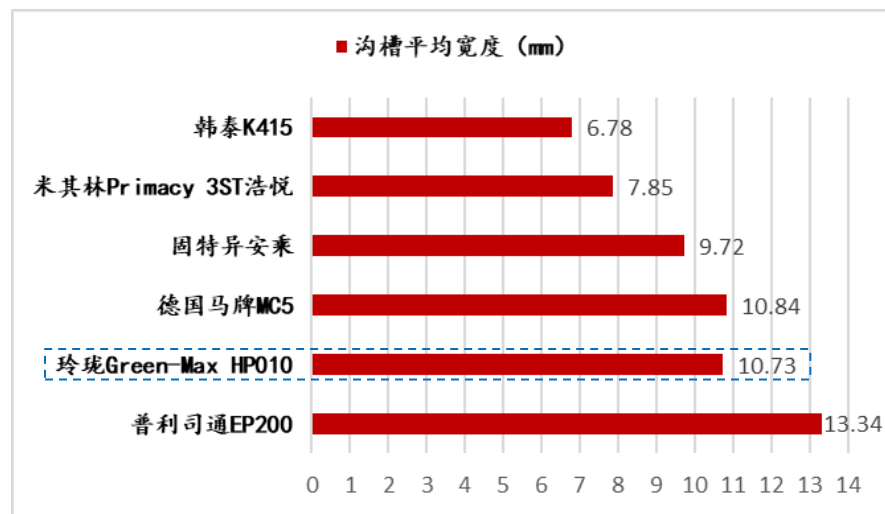
图表26：各品牌轮胎胎冠与胎侧硬度(HA)



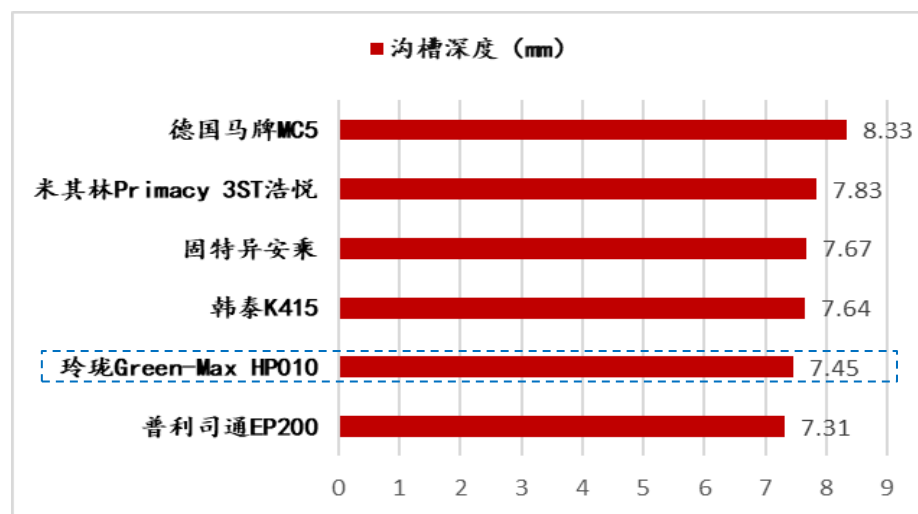
资料来源：太平洋汽车网，玲珑轮胎官网，方正证券研究所

- 沟槽的深宽度很大程度决定了一款轮胎在湿滑路面行驶的性能，适量加大沟槽的深宽度可以增强排水性能，防止打滑。在205/55R16规格的轮胎中，玲珑轮胎的主打产品Green-Max HP010系列轮胎平均沟槽宽度为10.73mm，沟槽深度为7.45mm，国际知名品牌的轮胎沟槽宽度在7-14mm范围之内，沟槽深度则普遍在8mm左右。

图表27：各品牌轮胎平均沟槽宽度（mm）

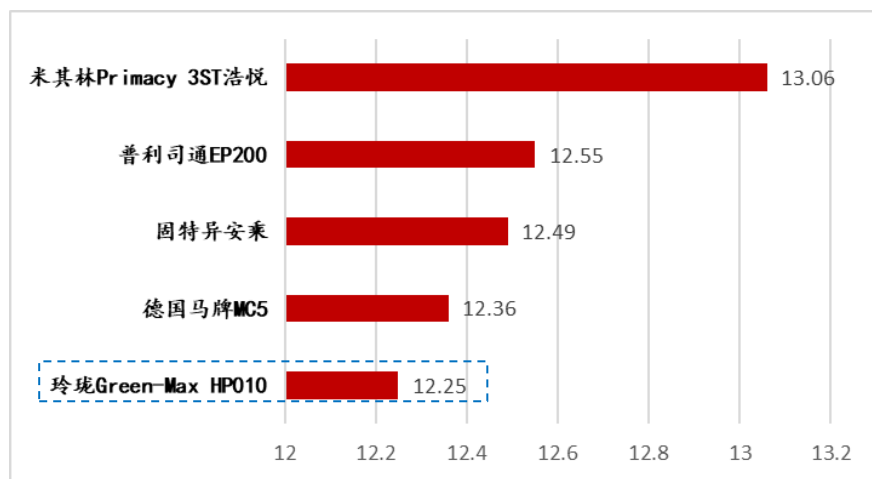


图表28：各品牌轮胎沟槽深度（mm）



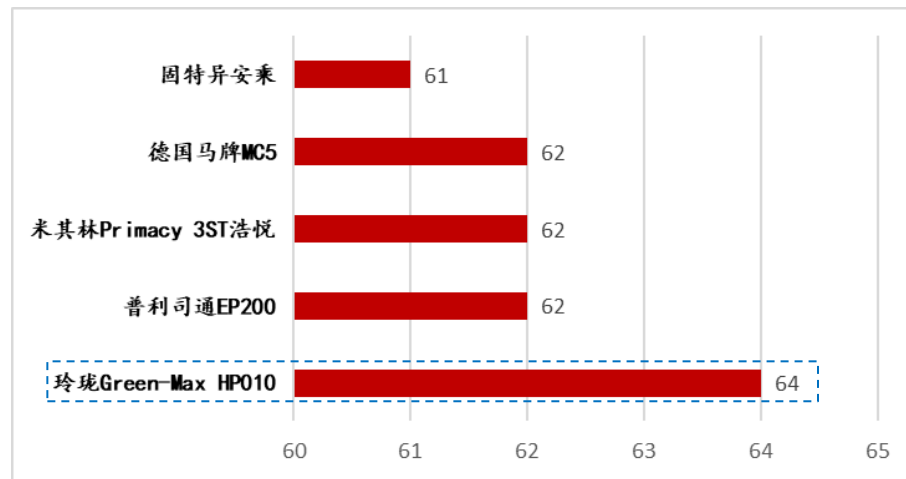
- 据太平洋汽车网的测试，在205/55R16规格轮胎中，装载了玲珑Green-Max HP010的汽车百公里加速为12.25秒，装载其余品牌轮胎的汽车百公里加速也均在12秒左右，玲珑轮胎与同规格知名品牌轮胎位于同一水平。
- 轮胎的侧向支撑性能体现为轮胎在弯道或变向时的支撑性能，一般通过极限绕桩的方法检验轮胎的侧向支撑性能。Green-Max HP010的极限绕桩速度可以达到64km/h，优于德国马牌、米其林、固特异安乘和普利司通轮胎。

图表29：各品牌轮胎装载的汽车百公里加速时长(s)



资料来源：太平洋汽车网，玲珑轮胎官网，方正证券研究所

图表30：各品牌轮胎绕桩极限车速(km/h)

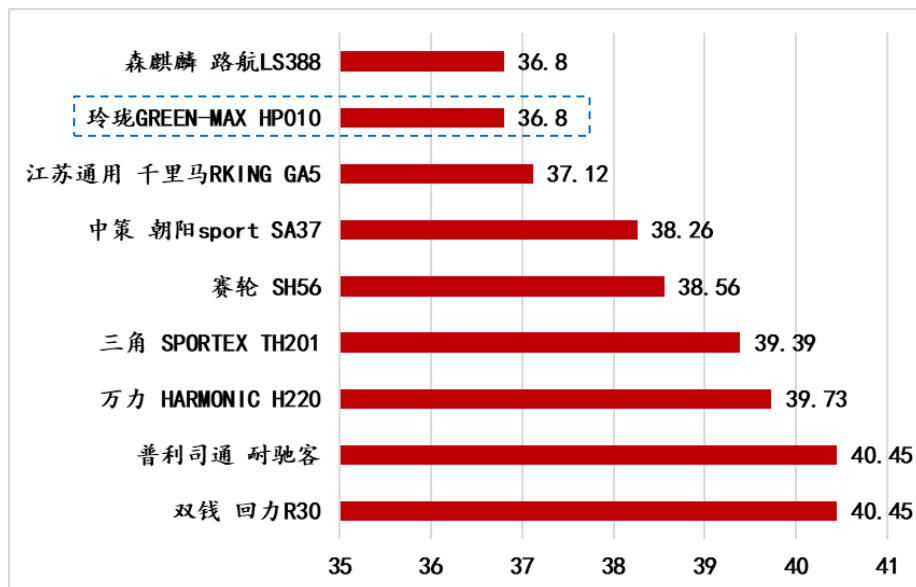


资料来源：太平洋汽车网，玲珑轮胎官网，方正证券研究所

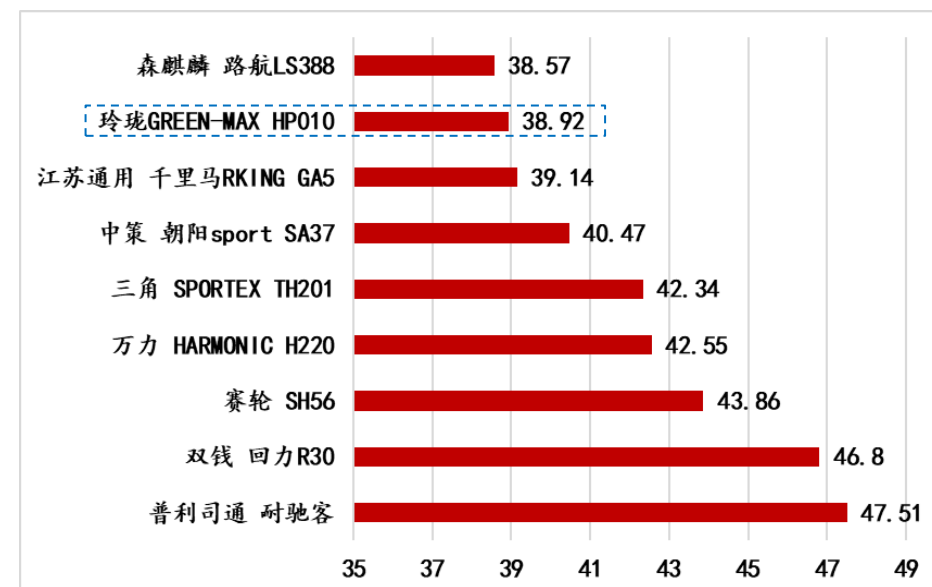
刹车距离较短，安全性有保障

- 在国内市场上，拥有亚洲第一个专业轮胎第三方测试场的山东中认必维检测技术有限公司对市场上同价位轮胎性能做了详细测试。中认必维选取了市场占有率最大的205/55R16规格轮胎，采购了各品牌主流花纹型号的轮胎进行测试。在刹车距离的测评中，搭载了玲珑GREEN-MAX HP010的2019款大众高尔夫100km/h时速干地刹车距离为36.8m，湿地刹车距离为38.92m，大幅优于同价格条件下普利司通耐驰客系列的40.45m/47.51m，同时也优于同价位的中策，三角，赛轮等一系列品牌。

图表31：各品牌轮胎干地100km/h时速制动距离



图表32：各品牌轮胎湿地100km/h时速制动距离

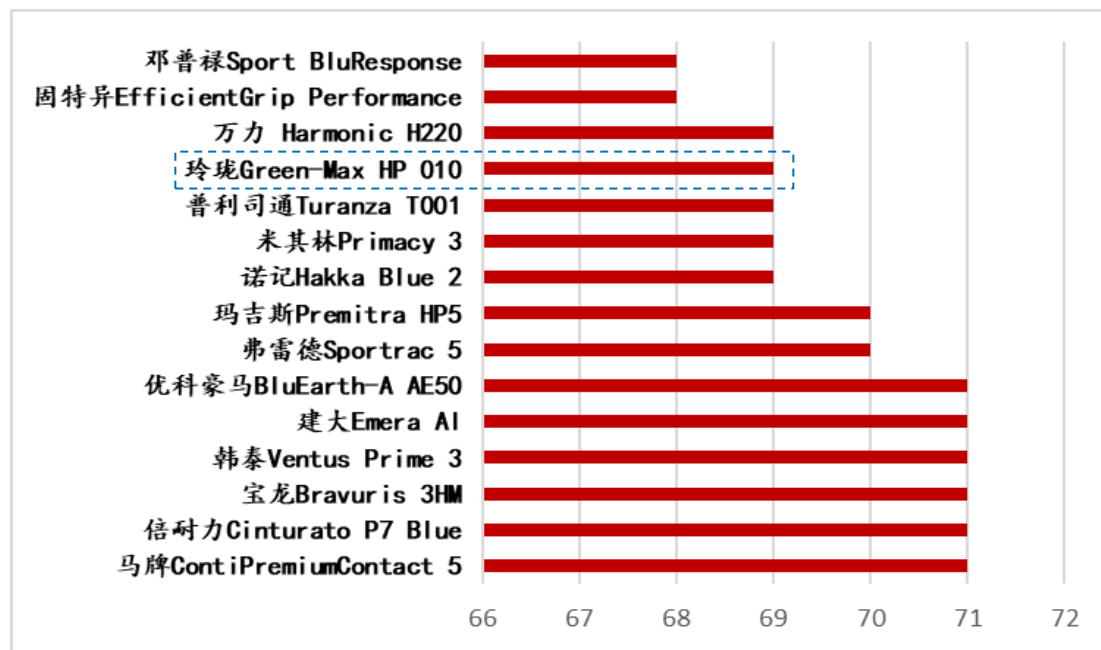


资料来源：《车与轮》，方正证券研究所

资料来源：《车与轮》，方正证券研究所

- 胎噪是车辆在高速行驶时，轮胎与路面磨擦所产生的，胎噪和轮胎有关的主要因素主要是胎面花纹，汽车行驶时的胎噪会很大程度地影响乘驾体验。2017年Test World的测试显示，玲珑轮胎在测试中的胎噪为69分贝，优于韩泰、倍耐力、马牌等品牌的轮胎，与同规格的米其林、普利司通等国际知名品牌轮胎位于同一水平。

图表33：不同品牌轮胎噪音大小（分贝）

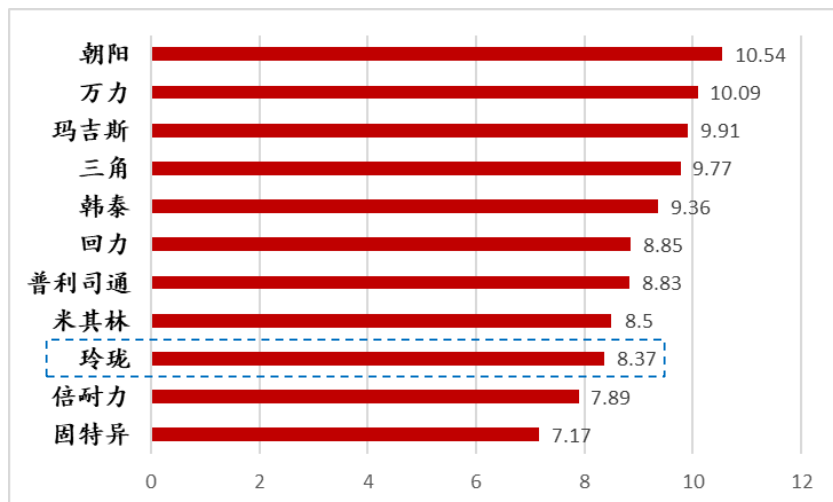


资料来源：FREECAR车势，方正证券研究所

滚阻与能耗较小，轮胎更经济

- 对汽车来说，全车约25%的油耗用在克服轮胎的滚动阻力上，轮胎每减少滚动阻力20%~30%，即可省油6%~8%。玲珑轮胎在北京市消费者协会公布的滚动阻力测试中表现优异，滚阻系数8.37N/kN，优于米其林、普利司通、韩泰等品牌。
- 卡车轮胎方面，玲珑轮胎设计的“超级节油绿色卡车专用低滚阻轮胎”获烟台市第二届“市长杯”工业设计大赛银奖。该轮胎产品采用高分散白炭黑橡胶材料，结合流线型主体设计，可最大化降低轮胎整体变形能量损失。同常规产品相比，滚阻降低38%，单车百公里油耗降低2.2 L。同时，白炭黑还能一定程度解决滚阻降低、抓地力无法同时保证的矛盾。

图表34：不同品牌轮胎滚阻系数（N/kN）



资料来源：太平洋汽车网，方正证券研究所

图表35：烟台市第二届“市长杯”工业设计大赛银奖



资料来源：玲珑轮胎微信公众号，方正证券研究所

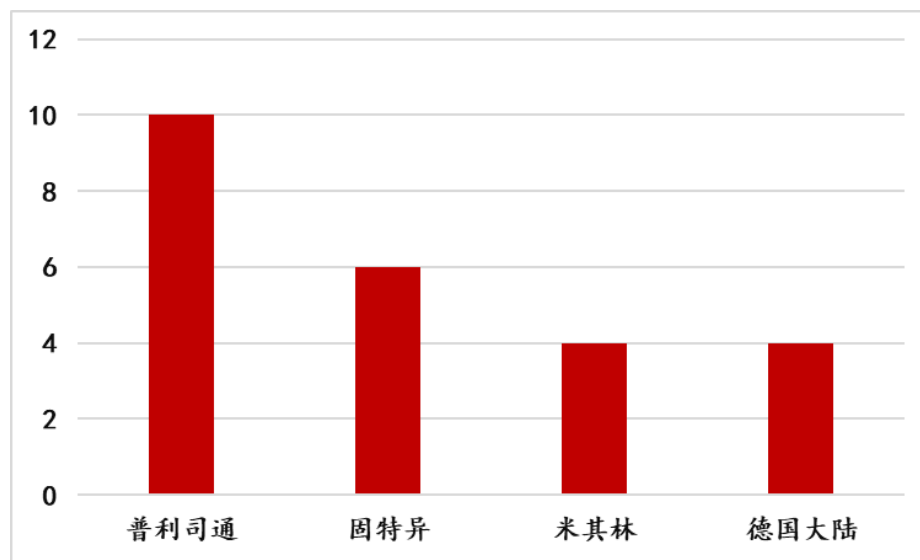
中亚轮胎试验场为轮胎研发保驾护航

- 由玲珑集团投资中亚轮胎试验场于2020年3月开始运营。中亚轮胎试验场建有高速环道、通过噪音测试路等17条轮胎试验跑道，涵盖轿车等车型的轮胎实验，可检测轮胎操控性、经济性、舒适性等40多项性能指标。其中高速跑道全长5301.83米，曲线段由圆曲线段、缓和曲线段组成，曲面最大倾角为 $49^{\circ}39'$ ，创造了试验场倾角的世界纪录。
- 中亚轮胎试验场是目前亚洲最综合最全面的轮胎试验场，对整车及轮胎产品的设计开发和改进具有重要意义。

图表36：中亚轮胎试验场湿地操控跑道



图表37：知名轮胎公司的测试场地数量



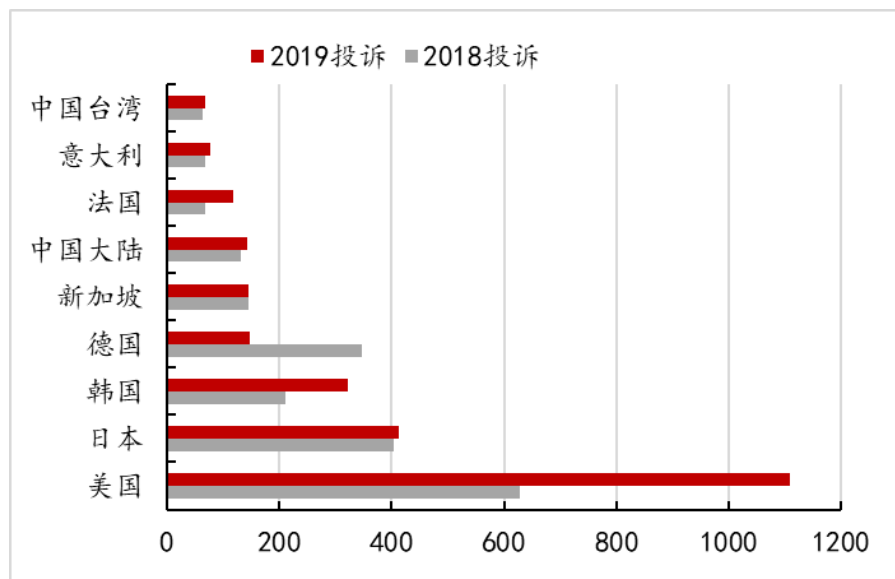
资料来源：橡胶工业传媒，方正证券研究所

资料来源：中汽技术信息，方正证券研究所

轮胎投诉量较少，消费者满意度较高

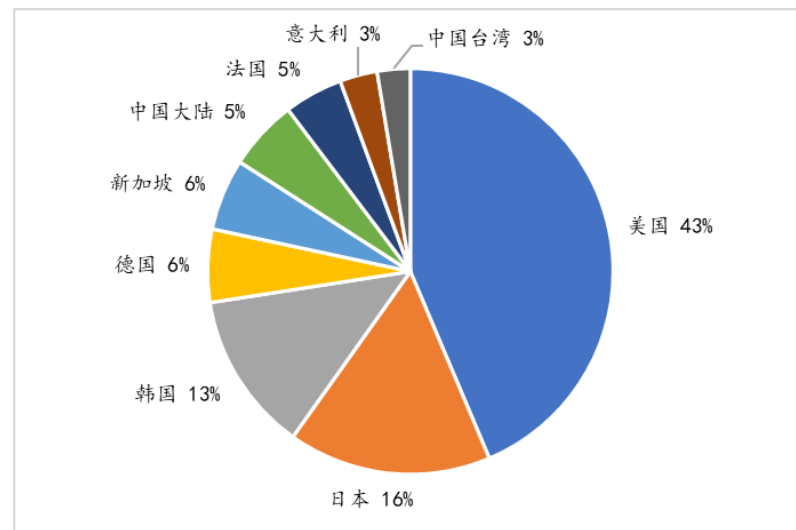
- 从轮胎质量投诉角度看，对比2019和2018年轮胎投诉量，境内轮胎变化平稳，美国、韩国轮胎投诉增量显著。

图表38：2018和2019车质网投诉轮胎品牌所属国家或地区



资料来源：车质网，方正证券研究所

图表39：2019车质网投诉轮胎品牌所属国家或地区



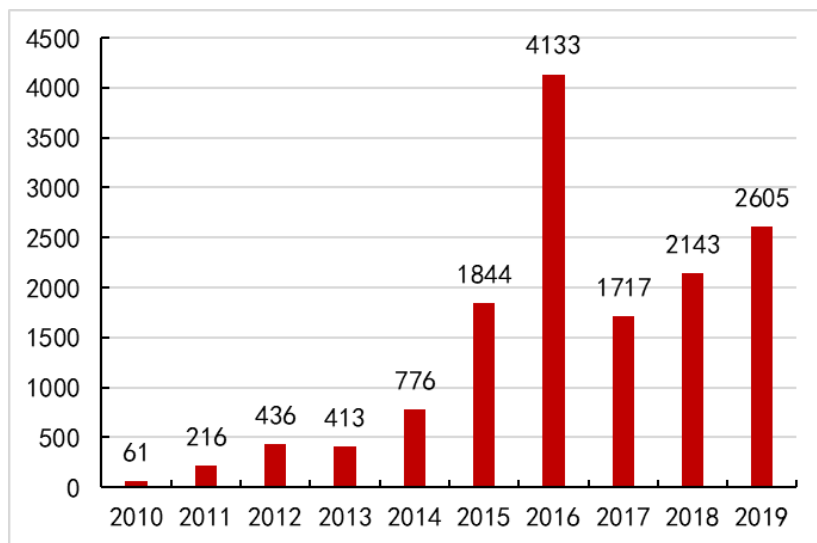
资料来源：车质网，方正证券研究所

注：投诉量只能一定程度上说明轮胎质量的相对可靠性，很多投诉也和车主的主观意识有关，以及轮胎的销量也会影响投诉数量的多少。

轮胎投诉量较少，消费者满意度较高

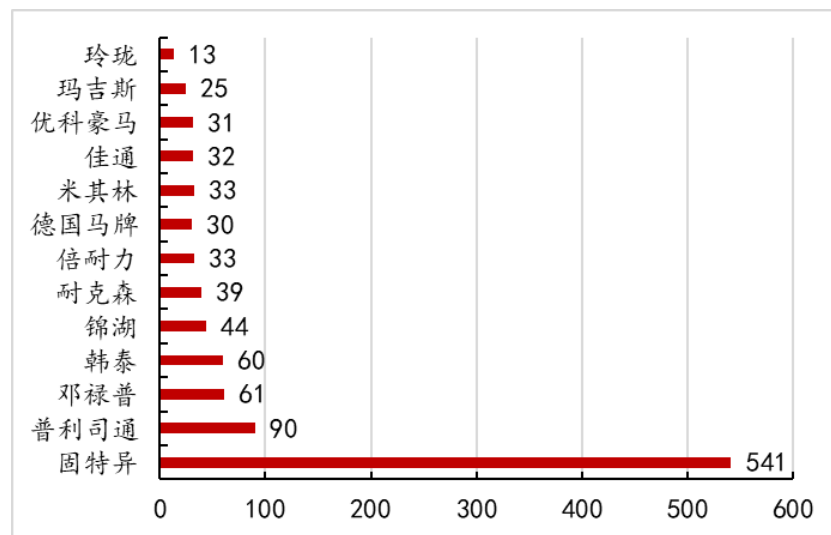
- 车质网轮胎投诉量增高，产品质量直接影响到品牌口碑，玲珑投诉量低其他固特异、普利司通、米其林、韩泰等品牌。同时，车主投诉也能一定程度上引起厂家的注意和重视，使得厂家更加注意产品的质量和口碑。
- 我们粗略计算，固特异2019H1全球轮胎销量7540万条，投诉量/销量=0.07%；玲珑轮胎2019H1轮胎销量2757.75万条，投诉量/销量=0.0047%。玲珑轮胎投诉量占销量的比值远小于固特异。

图表40：车质网轮胎投诉数量历年情况



资料来源：车质网，方正证券研究所

图表41：2019年H1玲珑品牌投诉量远低于其他品牌



资料来源：车质网，方正证券研究所

玲珑轮胎生产成本低于世界轮胎巨头

- 米其林、韩泰、印尼佳通等海外企业在生产成本上显著高于玲珑轮胎，体现出玲珑轮胎生产成本具有较大优势。
- 成本优势主要来自于人工、折旧摊销、其他项（包括能源、易耗品等）等。
- 人工差距主要是外资企业工厂主要分布于发达地区，人力政策限制人员的更替。

图表42：2018年不同轮胎企业单位原材料对应成本、收入情况

项目	米其林	韩泰	印尼佳通	玲珑
营业成本	304%	190%	151%	135%
其中：原材料	100%	100%	100%	100%
人工	92%*	29%	22%	9%
折旧及摊销	27%	20%		9%
其他	60%	41%	30%	17%
期间费用	94%	59%	18%	25%
其中：销售和管理费用	75%	49%	18%	16%
研发费用	13%	8%		6%
财务费用	6%	2%	10%	3%
税金	12%	7%	0.1%	2%
其他	6%		1%	2%
净利润	34%	20%	-1%	14%
营收	448%	276%	180%	177%

资料来源：Bloomberg, Wind, 公司年报, 方正证券研究所, 因报表无法拆分, 此处包含生产、技术、行政人员薪酬

- 从轮胎企业成本占比看，国内企业原材料占总成本比重高于国外，由于全球原材料采购价格差异不大，因此原材料成本占比更高的企业其余部分成本更低。在其余成本中玲珑的职工薪酬部分占比远低于韩泰、米其林。
- 在员工年龄方面，普利司通以及米其林员工平均年龄在39岁左右，而玲珑15年员工平均年龄仅为33岁，员工年龄结构年轻化，意味着中国企业在员工薪酬与国外巨头相比存在明显优势。

图表43：各轮胎企业成本费用构成对比

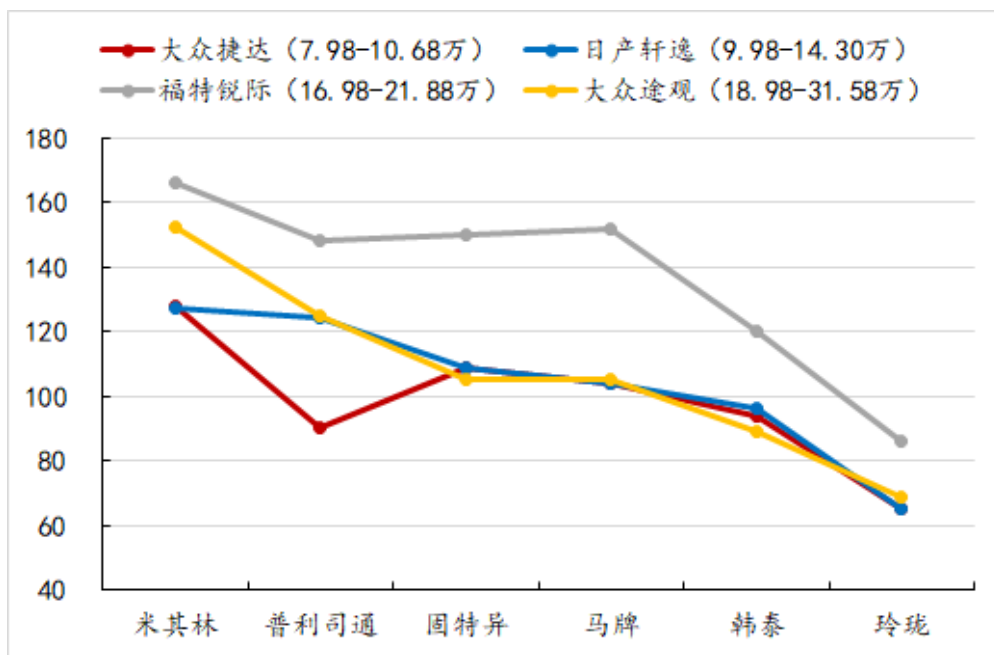
总成本分析表	玲珑		韩泰		米其林	
	2017	2018	2017	2018	2017	2018
耗用的原材料和低值易耗品、存货变动	67.69%	66.16%	45.93%	40.47%	42.00%	41.28%
职工薪酬	8.90%	8.04%	16.89%	17.52%	30.75%	31.02%
折旧与摊销	7.07%	6.91%	9.12%	9.50%	7.00%	6.16%
运输与仓储	3.24%	3.27%	4.49%	1.62%	6.16%	6.98%
广告推广	0.69%	1.24%	4.57%	4.46%		
利息汇兑	2.67%	1.63%	2.30%	1.88%		
其他	9.74%	12.74%	16.70%	24.55%	14.10%	14.56%
总额	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：玲珑、韩泰、米其林公司公告，方正证券研究所

海外售价大幅低于米其林等轮胎，性价比较高

- 由于较强成本的优势，在美国市场上，玲珑轮胎的性价比受到极大欢迎。我们研究了美国类似途虎轮胎网的Simpletire轮胎销售网站在同种车型适配轮胎型号下的不同品牌轮胎的价格情况，玲珑轮胎海外售价是米其林、普利司通等顶级胎企的1/2-1/3（不同车型适配的不同品牌轮胎价差有差异，详见Simpletire轮胎销售网），但产品性能差距不大，性价比较高。例如2019年美国乘用车销量最高的品牌福特旗下的锐际车型，其适用的米其林17寸轮胎最低价型号价格为165.99美金/条，适配的韩泰同型号的轮胎也需要119.96美金，玲珑轮胎的Leao-Lion Sport HP产品仅需要85.96美金。

图表44：美国轮胎电商Simpletire各车型适配的轮胎价格（轮胎价格：美元/条）



资料来源：Simpletire，方正证券研究所

注：价格取自Simpletire12月29日售价，同品牌有多种轮胎适配车型时，取最低价

- 玲珑轮胎研发能力较强
- 多角度看待玲珑轮胎技术优势
- 投资建议
- 风险提示

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2019	2020E	2021E	2022E	利润表	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10606	9018	12931	17447	营业总收入	17164	18790	23227	27865
货币资金	3744	1166	3507	6326	营业成本	12614	13465	16756	20077
应收票据	0	626	690	862	税金及附加	98	366	465	557
应收账款	2720	3114	3836	4608	销售费用	1064	1149	1427	1709
其它应收款	42	46	56	68	管理费用	520	665	759	925
预付账款	316	301	390	461	研发费用	730	752	976	1226
存货	2759	2739	3425	4096	财务费用	321	143	21	-21
其他	1026	1652	1717	1888	资产减值损失	-230	0	0	0
非流动资产	15974	16405	16712	16878	公允价值变动收益	21	0	0	0
长期投资	377	381	385	387	投资收益	-4	4	4	2
固定资产	13008	13387	13647	13783	营业利润	1648	2300	2878	3446
无形资产	764	812	856	883	营业外收入	22	0	0	0
其他	1825	1825	1825	1825	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	26581	25423	29644	34325	利润总额	1665	2300	2878	3446
流动负债	10753	7387	8931	10373	所得税	-2	92	201	207
短期借款	3279	0	0	0	净利润	1667	2208	2676	3239
应付账款	2097	2260	2805	3364	少数股东损益	0	0	58	69
其他	5377	5127	6126	7009	归属母公司净利润	1668	2208	2619	3170
非流动负债	4796	4796	4796	4796	EBITDA	3202	3588	4159	4809
长期借款	2374	2374	2374	2374	EPS (元)	1.41	1.61	1.91	2.31
其他	2422	2422	2422	2422					
负债合计	15549	12183	13727	15169	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	6	6	64	132	成长能力				
股本	1200	1374	1374	1374	营业总收入	17164	18790	23227	27865
资本公积	2666	2492	2492	2492	营业利润	1648	2300	2878	3446
留存收益	7016	9225	11843	15014	归属母公司净利润	1668	2208	2619	3170
归属母公司股东权益	11026	13234	15853	19023	获利能力				
负债和股东权益	26581	25423	29644	34325	毛利率	0.27	0.28	0.28	0.28
					净利率	0.10	0.12	0.11	0.11
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	ROE	0.15	0.17	0.17	0.17
经营活动现金流	2777	2497	4077	4539	ROIC	0.14	0.13	0.15	0.18
净利润	1667	2208	2676	3239	偿债能力				
折旧摊销	1063	1195	1314	1439	资产负债率	0.58	0.48	0.46	0.44
财务费用	140	174	118	118	净负债比率	0.81	0.43	0.36	0.30
投资损失	-30	-4	-4	-2	流动比率	0.99	1.22	1.45	1.68
营运资金变动	-221	-1077	-27	-255	速动比率	0.73	0.85	1.06	1.29
其他	157	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-2323	-1622	-1618	-1602	总资产周转率	0.66	0.72	0.84	0.87
资本支出	-2595	-1622	-1618	-1602	应收账款周转率	6.10	6.44	6.68	6.60
长期投资	266	0	0	0	应付账款周转率	8.17	8.63	9.17	9.03
其他	6	0	0	0	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-1645	-3454	-118	-118	每股收益	1.41	1.61	1.91	2.31
短期借款	0	-3279	0	0	每股经营现金	2.31	1.82	2.97	3.30
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.19	9.64	11.54	13.85
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-78	-76	-59	P/E	23.87	24.15	20.37	16.82
其他	-1645	-96	-41	-58	P/B	3.66	4.03	3.36	2.80
现金净增加额	-1191	-2578	2341	2819	EV/EBITDA	14.24	14.14	11.64	9.48

数据来源：wind 方正证券研究所

可比公司估值和分产品销售预测

图表45:可比公司估值

证券代码	公司名称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601058	赛轮轮胎	6.92	186.80	0.44	0.56	0.67	0.79	10.1	12.38	10.34	8.76
601663	三角轮胎	16.38	131.04	1.06	1.41	1.48	1.52	14.45	11.63	11.1	10.8
000589	贵州轮胎	6.83	54.48	0.17	0.68	0.95	1.17	26.68	10.1	7.17	5.81
平均值				0.56	0.88	1.03	1.16	17.08	11.37	9.54	8.46
601966	玲珑轮胎	38.83	533.33	1.41	1.61	1.91	2.31	23.87	24.15	20.37	16.82

资料来源: wind, 方正证券研究所

图表46:分产品销售预测 (百万元)

业务名称 (百万元)		2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
轮胎	销售收入	16920.67	18549.85	22962.68	27574.21	32785.56
	销售成本	12457.66	13284.79	16558.27	19859.50	23595.22
其他业务	销售收入	156.56	240.12	264.13	290.54	319.60
	销售成本	117.42	180.09	198.10	217.91	239.70

资料来源: wind, 方正证券研究所

- 玲珑轮胎研发能力较强
- 多角度看待玲珑轮胎技术优势
- 投资建议
- 风险提示

- 项目进展不达预期风险
- 疫情影响全球经济超预期
- 主要原材料价格波动风险
- 国际贸易摩擦风险
- 环保及安全生产风险
- 境外经营风险
- 新增产能不达预期风险
- 汇率波动风险
- 同行业竞争加剧风险
- 经济下行风险

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。本研究报告仅供方正证券的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

专注 专心 专业

方正化工团队 李永磊 (liyonglei@foundersc.com)
董伯骏 (dongbojun@foundersc.com)
于宏杰 (yuhongjie@foundersc.com)
刘少卿 (liushaoqing@foundersc.com)
赵小燕 (zhaoxiaoyan@foundersc.com)
郭天逸 (guotianyi@foundersc.com)
感谢实习生 岳恒宇 对本报告研究的支持



方正证券研究所

北京市西城区展览路48号新联写字楼6层

上海市浦东新区新上海国际大厦33层

广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼

湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层