下载日志已记录，仅供内部参考

海南橡胶（601118.SH）

全球最大天胶企业，充分受益于行业景气上行

海南橡胶：全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业。1）二十载跨越式发展，深耕全球化布局；2005 年 3 月正式成立，2011 年 1 月在上海证券交易所挂牌上市，上市后通过持续资本运作实现了跨越式发展，2012 年收购最大天然橡胶贸易公司 R1 公司 75%股权，2017 年受托管理印尼 KM，2023 年完成对合盛农业并购，成为全球最大的天然橡胶跨国企业集团。2）全产业链布局，橡胶产品为核心主业，从收入看，2025 年橡胶产品收入占比达 96.31%，从毛利看，橡胶产品贡献毛利占比 61%。3）股权结构：海南国资控股，股权清晰集中。

行业长期：橡胶种植周期进入存量阶段，上行趋势明确。1）供给：供给方面，全球天然橡胶种植周期进入存量阶段，前期集中扩种带来的产能释放接近尾声，新增种植持续偏低、胶园老龄化叠加主产国产业调整，人力成本高企，制约供应增长弹性。需求方面，天然橡胶下游的主要需求为轮胎，近年来全球轮胎需求量总体平稳。

行业短期：强厄尔尼诺出现在旺产期，减产可能性进一步提升。国家气候中心发布预计将于 11-12 月前后形成一次超强厄尔尼诺事件，我们复盘了 9 次强厄尔尼诺影响，可以看到，天然橡胶受厄尔尼诺影响显著，**9 次中有 7 次出现减产情况，**其中 2009-2010 年减产 7.81%，1991-1992 年减产 4.01%，2023-2024 年减产 3.32%。**厄尔尼诺已造成干旱及出现在橡胶旺产期，减产可能性进一步提升，**目前季节性增产下库存去化、原料价格坚挺充分说明供应端的紧张，若旺产季出现减产，则后续停割季供应将面临巨大挑战。

公司有望充分受益于行业景气上行。1）公司拥有核心土地资源禀赋，经营管理土地 490 万亩，其中胶园土地 380 万亩，2025 年天然橡胶加工量超 131 万吨，年销售贸易量 337 万吨，同时优化产业结构，以科技赋能全产业链，通过降本增效、优化产能等，将有望实现成本快速下降。2）同时公司运用多种金融工具，有效控制风险，保障盈利稳定。2025 年公司收到收入保险保费及理赔收益为 4.85 亿元，其次公司充分运用期货等工具进行套保，锁定稳定收益。3）推进基地改革，发展热带高效农业。目前公司拥有高效农业种植面积约 10 万亩，公司将充分发挥海南热带气候和公司资源优势，打造为公司未来重要的利润来源。

投资建议：基于行业景气上行趋势明确，公司作为全球最大天胶公司有望充分受益，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.96/7.06/8.30 亿元，同比增长分别为 290%/260%/18%。我们通过历史 PB 进行估值，可以看到，公司 PB 在 1.76-6.1 之间波动，目前仍处于历史中位，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：自然灾害、价格风险、信用风险、汇率风险等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	42,004	42,237	48,511	53,382	58,742
增长率 yoy（%）	25.5	0.6	14.9	10.0	10.0
归母净利润（百万元）	103	-103	196	706	830
增长率 yoy（%）	-65.2	-199.7	290.1	260.3	17.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.02	-0.02	0.05	0.16	0.19
净资产收益率（%）	1.1	-1.0	1.9	6.5	7.1
P/E（倍）	275.7	—	145.5	40.4	34.3
P/B（倍）	2.9	2.8	2.8	2.6	2.4

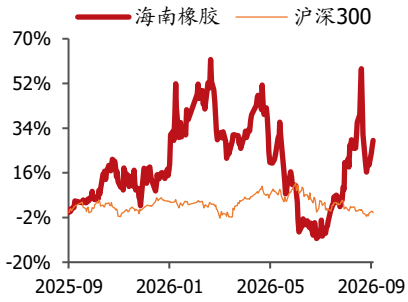
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 23 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	种植业
09 月 23 日收盘价（元）	6.66
总市值（百万元）	28,500.99
总股本（百万股）	4,279.43
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	165.84

股价走势



作者

分析师　张斌梅
执业证书编号：S0680523070007
邮箱：zhangbinmei@gszq.com
分析师　沈嘉妍
执业证书编号：S0680524040001
邮箱：shenjiayan@gszq.com

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15466	13390	13225	14414	15744
现金	5688	5269	4207	4706	5238
应收票据及应收账款	2355	2045	2302	2515	2751
其他应收款	689	528	529	573	623
预付账款	609	473	516	565	621
存货	5107	4033	4638	5032	5497
其他流动资产	1018	1042	1033	1023	1013
非流动资产	20604	20444	20420	20328	20104
长期投资	570	550	550	550	550
固定资产	3700	3843	3926	3870	3684
无形资产	1909	1874	1860	1846	1831
其他非流动资产	14424	14177	14084	14062	14038
资产总计	36070	33834	33644	34742	35847
流动负债	15193	14503	14261	14707	15212
短期借款	8273	8062	8062	8062	8062
应付票据及应付账款	1436	967	1042	1141	1255
其他流动负债	5483	5474	5157	5505	5895
非流动负债	9578	9279	9320	9428	9436
长期借款	5670	5115	5215	5315	5315
其他非流动负债	3908	4164	4105	4113	4121
负债合计	24771	23782	23580	24135	24648
少数股东权益	1452	-46	-78	-241	-478
股本	4279	4279	4279	4279	4279
资本公积	5133	5131	5131	5131	5131
留存收益	413	260	418	1124	1954
归属母公司股东权益	9846	10098	10142	10848	11678
负债和股东权益	36070	33834	33644	34742	35847

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1555	2505	81	894	970
净利润	-86	-313	163	543	593
折旧摊销	807	827	501	542	574
财务费用	744	746	397	400	401
投资损失	-17	-5	-6	-7	-8
营运资金变动	-222	1417	-712	-344	-393
其他经营现金流	329	-167	-263	-240	-197
投资活动现金流	-635	-426	-171	-103	-45
资本支出	-866	-603	-169	-100	-43
长期投资	146	23	0	0	0
其他投资现金流	85	155	-3	-3	-2
筹资活动现金流	1280	-2482	-933	-292	-393
短期借款	207	-212	0	0	0
长期借款	1689	-555	100	100	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	9	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-626	-1714	-1033	-392	-393
现金净增加额	2184	-423	-1062	499	532

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	42004	42237	48511	53382	58742
营业成本	40411	41175	46881	51324	56472
营业税金及附加	133	134	121	133	147
营业费用	315	258	281	294	323
管理费用	1569	1460	1603	1719	1892
研发费用	33	36	45	48	53
财务费用	691	673	291	316	307
资产减值损失	-232	-398	-120	-120	-120
其他收益	707	789	797	884	987
公允价值变动收益	11	61	0	0	0
投资净收益	17	5	6	7	8
资产处置收益	2	556	291	160	117
营业利润	-559	-515	213	429	491
营业外收入	911	444	200	300	300
营业外支出	217	58	50	50	50
利润总额	135	-129	363	679	741
所得税	221	185	199	136	148
净利润	-86	-313	163	543	593
少数股东损益	-189	-210	-33	-163	-237
归属母公司净利润	103	-103	196	706	830
EBITDA	1106	678	1155	1536	1622
EPS（元/股）	0.02	-0.02	0.05	0.16	0.19

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	25.5	0.6	14.9	10.0	10.0
营业利润(%)	47.3	7.9	141.3	101.5	14.6
归属母公司净利润(%)	-65.2	-199.7	290.1	260.3	17.6
获利能力					
毛利率(%)	3.8	2.5	3.4	3.9	3.9
净利率(%)	0.2	-0.2	0.4	1.3	1.4
ROE(%)	1.1	-1.0	1.9	6.5	7.1
ROIC(%)	-0.7	-1.3	1.1	2.9	3.0
偿债能力					
资产负债率(%)	68.7	70.3	70.1	69.5	68.8
净负债比率(%)	107.1	119.0	125.2	115.1	104.4
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.4	1.6	1.7
应收账款周转率	21.4	19.8	22.6	22.3	22.4
应付账款周转率	31.6	34.3	46.7	47.0	47.1
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.02	-0.02	0.05	0.16	0.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.59	0.02	0.21	0.23
每股净资产(最新摊薄)	2.30	2.36	2.37	2.53	2.73
估值比率					
P/E	275.7	—	145.5	40.4	34.3
P/B	2.9	2.8	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	31.9	54.5	35.6	26.5	24.8

2 人在草木间
更多资料请前往

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 23 日收盘价

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、公司概况：全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业 5
1、发展历程：二十载跨越式发展，深耕全球化布局 5
2、业务结构：全产业链布局，橡胶产品为核心主业 5
3、股权结构：清晰集中，国有控股 7
二、行业：长期上行趋势明确，厄尔尼诺或带来机遇 8
1、我国为天然橡胶最大消费国，但自给率较低 8
2、长期：产能见顶、需求向好，上行趋势明确 9
3、短期：原料价格持续走强，强厄尔尼诺带来催化 12
三、公司有望充分受益于行业景气上行 15
1、掌握核心土地资源，科技赋能降本增效 15
2、运用多种金融工具，保障主业稳定收益 17
3、推进基地改革，发展热带高效农业 18
四、盈利预测与投资建议 19
风险提示 21

图表目录

图表 1：公司发展历程 5
图表 2：2025 年公司营业收入构成 6
图表 3：2025 年公司毛利构成 6
图表 4：公司营业收入及同比（亿元） 6
图表 5：公司归母净利润及同比（亿元） 6
图表 6：公司产品毛利率情况（%） 7
图表 7：公司费用情况 7
图表 8：公司股权结构 7
图表 9：ANRPC 预测 2026 年全球天然橡胶消费占比 8
图表 10：天然橡胶消费量、净进口量及自给率 8
图表 11：2008 年以来沪胶行情复盘 9
图表 12：近 5 年全球橡胶产量波动情况 9
图表 13：2025 年全球橡胶产量构成 9
图表 14：主产国橡胶总种植面积 10
图表 15：ANRPC 主产国新种植面积情况 10
图表 16：ANRPC 主产国淘汰面积情况 10
图表 17：5 年开采和 7 年开采的可割面积峰值分别为 2021 年、2023 年 11
图表 18：新增可割面积与淘汰面积决定可割面积 11
图表 19：泰国平均工资农业（泰铢） 11
图表 20：海南就业人员平均工资（元） 11
图表 21：全球轮胎需求量 12
图表 22：2025 年全球轮胎需求结构 12
图表 23：轮胎需求增速与橡胶消费增速 12
图表 24：轮胎橡胶耗用增速与橡胶消费增速 12
图表 25：剔除弱厄尔尼诺年份后作物产量变动率（%） 13
图表 26：主产国割胶时间 13
图表 27：越南东南部同帅周均温（℃） 14
图表 28：越南东南部同帅周累计降雨（mm） 14
图表 29：印尼巨港周均温（℃） 14
图表 30：印尼巨港周累计降雨（mm） 14
图表 31：泰国杯胶价格（泰铢/公斤） 14
图表 32：青岛天然橡胶库存（万吨） 14
图表 33：公司土地与胶园面积（万亩） 15
图表 34：公司自产橡胶产品产量和销量 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 35: 公司完全成本（元/吨）及扣非归母净利润（亿元）.....15
图表 36: 公司初加工产能变化.....16
图表 37: 公司深加工品牌.....16
图表 38: 公司年贸易量（万吨）.....16
图表 39: 公司下游客户.....16
图表 40: 3.4 版智能割胶机已经大面积大田试验.....17
图表 41: 橡胶智慧平台.....17
图表 42: 公司天然橡胶收入保险保费补贴及理赔收益.....17
图表 43: 公司投资净收益.....17
图表 44: 其他业务毛利及毛利占比.....18
图表 45: 公司发展特色热带水果产业.....18
图表 46: 收入拆分（亿元）.....19
图表 47: 公司 PB 情况.....20

下载日志已记录，仅供内部参考

一、公司概况：全球最大的天然橡胶种植、加工、贸易企业

1、发展历程：二十载跨越式发展，深耕全球化布局

1952 年，海南橡胶打破国际封锁在北纬 18 度线成功种植，通过集团化整合，于 2005 年 3 月正式成立。公司秉持着“为国利民，胶融天下”的企业使命，奋力打造具有全球影响力和核心竞争力的世界一流天然橡胶全产业链科技集团。

2011 年 1 月 7 日，公司在上海证券交易所挂牌上市，成为了中国资本市场唯一的天然橡胶全产业链上市公司。**上市后，公司通过持续的资本运作实现了跨越式发展，逐步开展全球化战略布局，**2012 年海南橡胶联合控股股东收购全球最大的天然橡胶贸易公司新加坡 R1 International Pte Ltd75%的股权，开启了海南橡胶海外并购之旅。2017 年，受托管理印度尼西亚最大的橡胶加工企业 KM 公司，进一步扩大了海南橡胶海外产业版图。2023 年，公司完成对新加坡上市公司合盛农业的并购，一举成为全球最大的集天然橡胶科研、种植、加工、贸易一体化的跨国企业集团。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网、新浪财经、国盛证券研究所

2、业务结构：全产业链布局，橡胶产品为核心主业

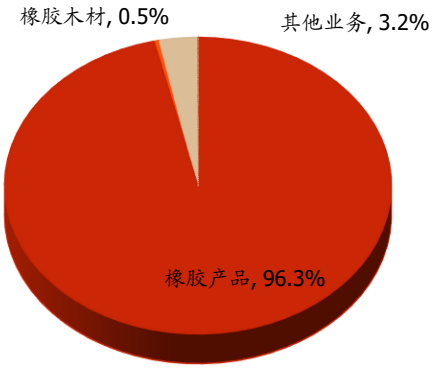
公司已构建起覆盖天然橡胶**种植、初加工、深加工、贸易、科技研发及橡胶木加工与销售**的全产业链闭环。具体来看：

（1）**橡胶种植**：公司在全球范围内经营管理土地 490 万亩，其中胶园土地 380 万亩，拥有境内外天然橡胶种植基地 30 个，分阶段推进 180 万亩省级标准化胶园建设。
（2）**橡胶初加工**：公司在全球拥有 61 家在产橡胶初加工厂，年加工产能约 235 万吨，产品包括全乳胶、浓缩乳胶、标准胶等，其中全乳胶、20 号标胶为上期所认证交割标的。
（3）**橡胶深加工**：下属子公司爱德福公司是亚太地区最大的乳胶发泡制品供应商之一，乳胶床垫年产能 2640 万平方米，枕头年产能 360 万只；经纬公司乳胶丝年产能约 2 万吨。
（4）**橡胶贸易**：公司拥有龙橡公司、R1 公司及合盛农业旗下多个贸易平台，**年销售贸易量 337 万吨，**产品销往亚洲、欧洲、北美等数十个国家。

下载日志已记录，仅供内部参考

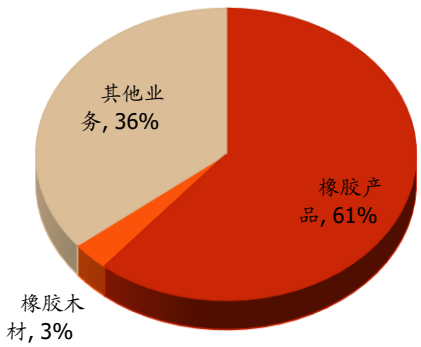
从收入结构看，**橡胶产品是公司的绝对核心业务**。2025 年，橡胶产品收入占主营业务收入比重达 **96.31%**，橡胶木材收入占比 0.49%。从毛利构成看，橡胶产品贡献毛利占比 61%，其他业务占比 36%。

图表2：2025 年公司营业收入构成



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表3：2025 年公司毛利构成

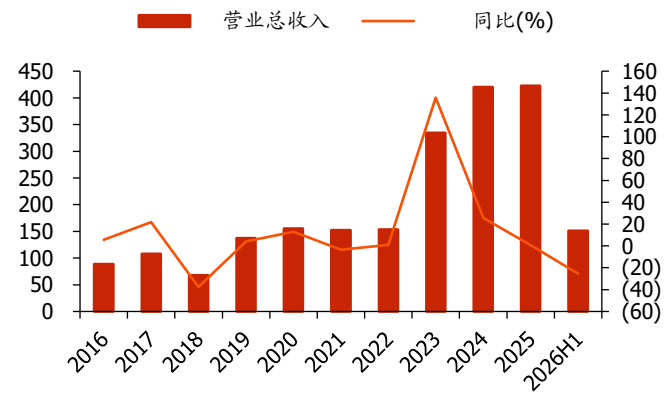


资料来源：wind、国盛证券研究所

公司营收规模持续扩大，毛利率处于历史较低水平。2025 年公司实现营业收入 422.37 亿元，同比微增 0.55%。但受天然橡胶市场价格宽幅震荡、毛利率下滑等因素影响，2025 年公司归母净利润为-1.03 亿元，橡胶产品毛利率由 2024 年的 2.91%降至 2025 年的 1.60%。

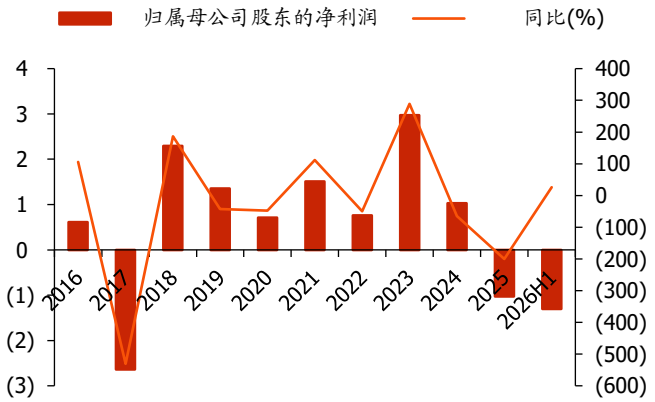
期间费用率稳中有降，降本增效战略持续推进。2025 年公司期间费用率为 5.75%，较上年同期下降 0.46pct，费用管控效果持续显现。分项来看，销售费用/营业收入为 0.61%，较上年同期下降 0.14pct，管理费用/营业收入为 3.46%，较上年同期下降 0.27pct。

图表4：公司营业收入及同比（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

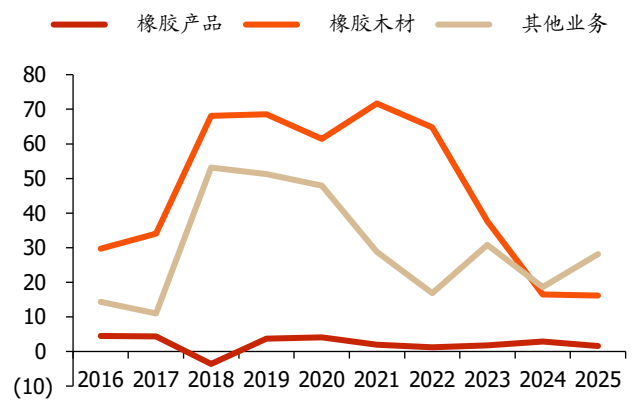
图表5：公司归母净利润及同比（亿元）



资料来源：wind、国盛证券研究所

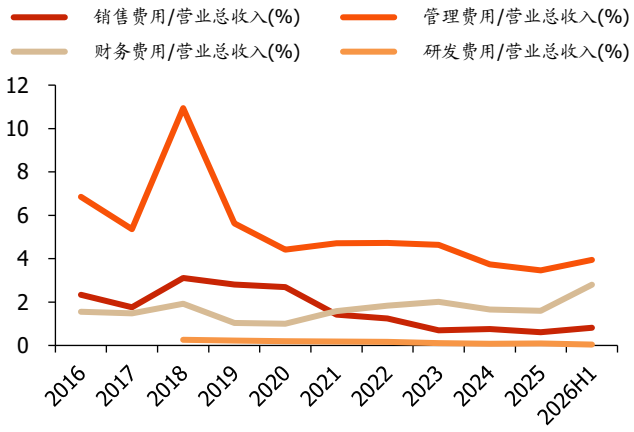
下载日志已记录，仅供内部参考

图表6：公司产品毛利率情况（%）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表7：公司费用情况

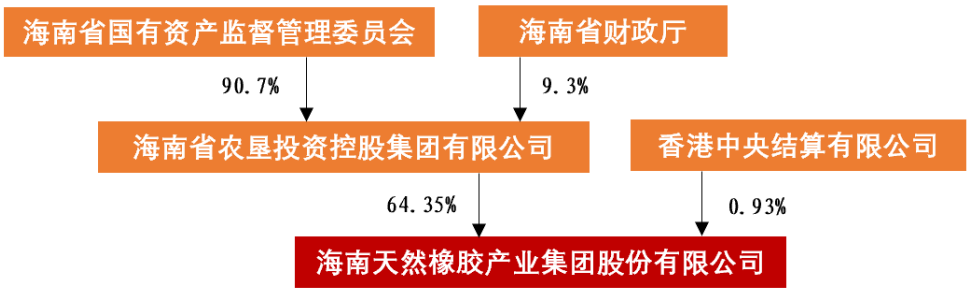


资料来源：wind、国盛证券研究所

3、股权结构：清晰集中，国有控股

公司控股股东为**海南省农垦投资控股集团有限公司**。截止 2026 年中报，控股股东持股比例 **64.35%**，实际控制人为海南省国有资产监督管理委员会，公司国有控股，在国家天然橡胶战略资源安全保障中承担重要使命。

图表8：公司股权结构



资料来源：wind、企查查、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

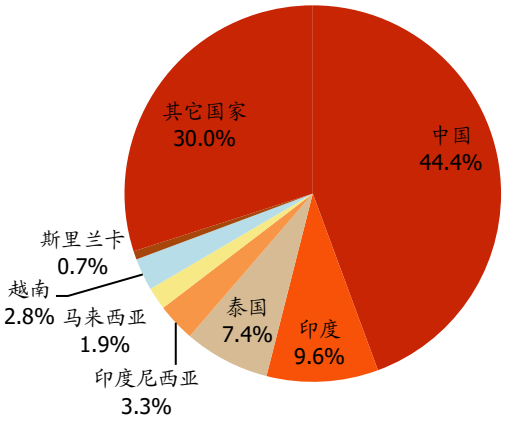
二、行业：长期上行趋势明确，厄尔尼诺或带来机遇

1、我国为天然橡胶最大消费国，但自给率较低

天然橡胶是全球经济中重要的战略产品，我国是全球天然橡胶最大的消费国，**ANRPC 预计 2026 年中国天然橡胶消费量 690 万吨，同比增加 1.2%，占全球 44.4%。**但我国天然橡胶的自给率较低，2025 年自给率为 13.2%。

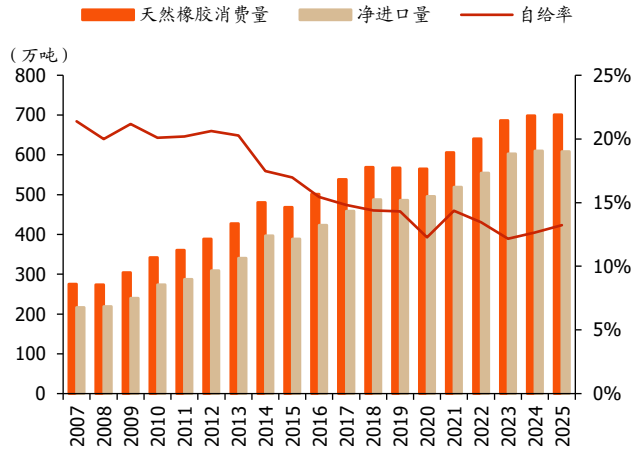
国内橡胶低自给率的特征使得供应端定价权外移，而中国较高的需求占比则使得需求端定价权仍在国内，对于国内胶价的研究需要把视角放在全球维度下。

图表9：ANRPC 预测 2026 年全球天然橡胶消费占比



资料来源：ANRPC，CATASRRI，国盛证券研究所

图表10：天然橡胶消费量、净进口量及自给率



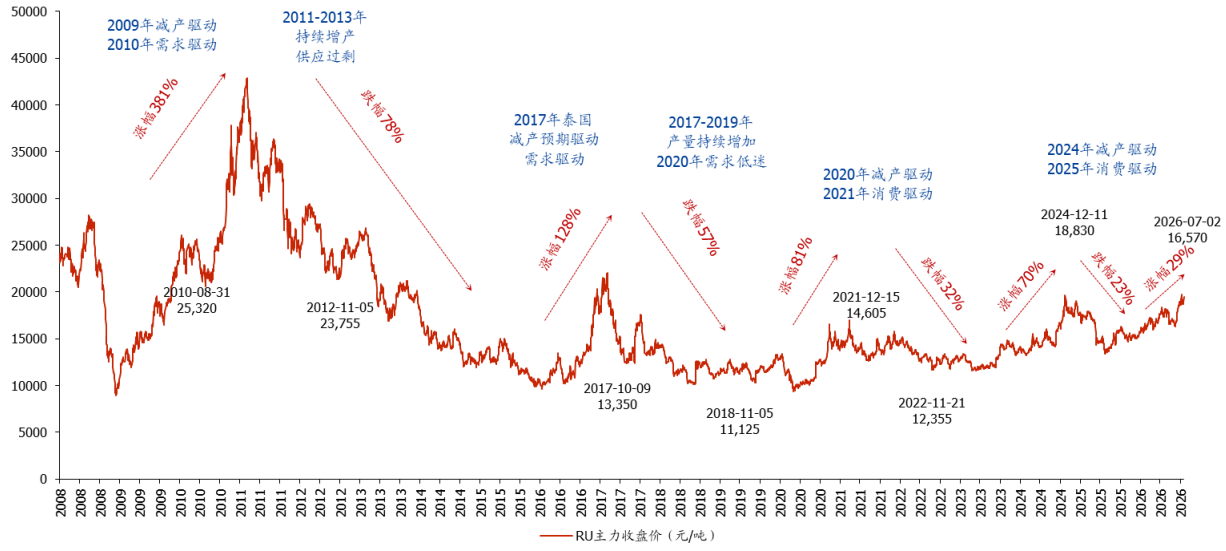
资料来源：wind，国盛证券研究所

沪胶的牛熊以 2011 年初的顶部形成明显的分界线，考虑供需数据的可获得性，我们将研究视角压缩在 2008 年以后，沪胶共经历了 4 轮涨跌行情。

2008 以后沪胶的熊市特征明显，即上涨周期较短、下跌周期较长。静态视角看，4 轮涨跌行情中，除 2008-2011 年作为牛市尾声时，上涨时间达到 2 年以上；其余均持续在 1 年左右；而下跌时间则在 2-5 年。但是，橡胶近年来的熊市趋势有所减弱，表现为涨幅大于跌幅，底部波动抬升，下跌时间缩短。动态来看，4 轮行情中，下跌时间分别为 5 年、3 年、2 年、1 年，下跌幅度分别为 77.5%、57.4%、31.8%、11.7%，而 2016 年后每轮上涨幅度分别为 128%、81%、55%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表11：2008 年以来沪胶行情复盘



资料来源：上海期货交易所，Wind，iFind，中国橡胶信息贸易网，民橡网，国盛证券研究所

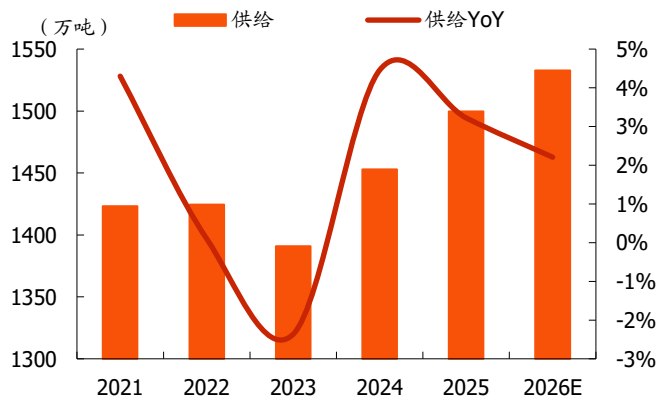
2、长期：产能见顶、需求向好，上行趋势明确

1）供给：产能见顶，制约供应增长弹性

供给方面，全球天然橡胶种植周期进入存量阶段，前期集中扩种带来的产能释放接近尾声，新增种植持续偏低、胶园老龄化叠加主产国产业调整，制约供应增长弹性。

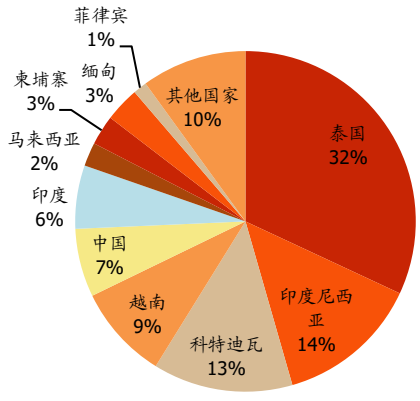
全球天然橡胶生产区域遍布在亚洲、非洲和拉丁美洲，近 5 年，全球天然橡胶产量总体维持在 1400-1500 万吨，据 ANRPC，2025 年全球天然橡胶产量 1499.6 万吨，同比增长 3.2%，泰国、印度尼西亚占比分别为 32%、14%；科特迪瓦近年来增产迅猛，2025 年占比达到 13%。天然橡胶近年来总体增速平稳，2026 年预计产量增加 2.2%至 1532.7 万吨。

图表12：近 5 年全球橡胶产量波动情况



资料来源：ANRPC，CATASRRI，国盛证券研究所

图表13：2025 年全球橡胶产量构成

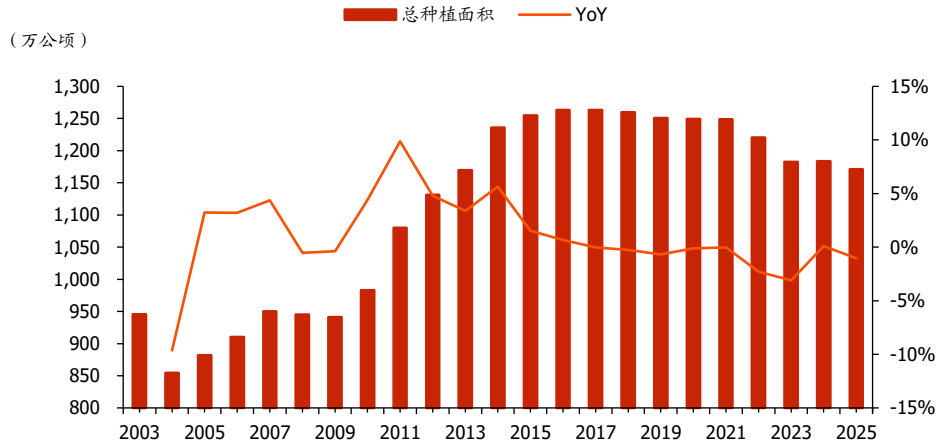


资料来源：ANRPC，CATASRRI，Wind，中国橡胶信息贸易网，国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

从面积端来看，面积基数平稳。从主产国数据来看，总种植面积的峰值出现在 2016 年，随后开始下降，2025 年降至 1171 万公顷，较 2016 年降幅在 7.3%。

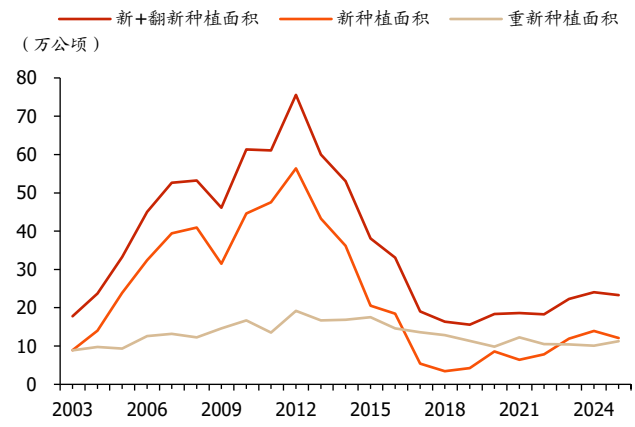
图表14：主产国橡胶总种植面积



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，国盛证券研究所

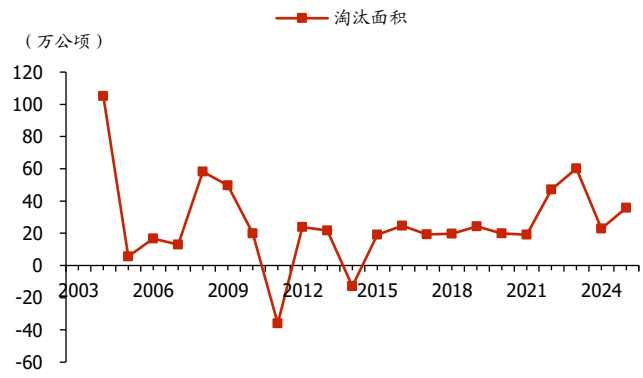
橡胶树是生命周期特别长的经济作物，通常树龄在 5-7 年开始采胶，一般可采集 25-30 年。因此新植树往往不可割，老树则面临淘汰。可割面积取决于 2 个变量：1）**新增+重新种植面积**：新植树 5-7 年时间不可割，但也是未来可割面积的主力。从 9 国数据来看，2012 年之前，新增和重新种植面积波动增加，在 2012 年达到顶峰，随后持续下降，2025 年为 23 万公顷，较 2012 年（76 万）降幅 69%。近年来，受天然橡胶价格熊市的影响，新增种植面积和重新种植面积合计值持续回落。2）**老树淘汰面积**：从 9 国数据来看，2015 年后，淘汰面积总体估算在 10 万至 60 万公顷，2025 年淘汰面积 36 万公顷。橡胶树的淘汰往往和树龄结构有关，随着树龄增长，橡胶树会逐渐丧失割胶价值。

图表15：ANRPC 主产国新种植面积情况



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，国盛证券研究所

图表16：ANRPC 主产国淘汰面积情况



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，国盛证券研究所

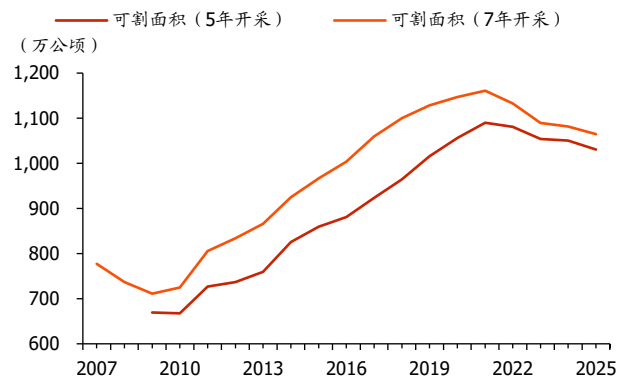
理论上，我们可以按照“总种植面积-（前 5-7 年新增+重新种植面积）”的公式计算可割面积，**可以算得 5 年开采和 7 年开采的可割面积峰值分别为 2021 年、2023 年。**

但需要说明，峰值结论并不是静态的，可割面积的变化实际上取决于当年新增可割面积与当年淘汰量差值，其中较为确定的是 2012 年以后的新植面积的减量，对应 2019 年以后的新增可割面积的减少，近 5 年新植面积持续在 25 万公顷以下；但不确定的是当年

下载日志已记录，仅供内部参考

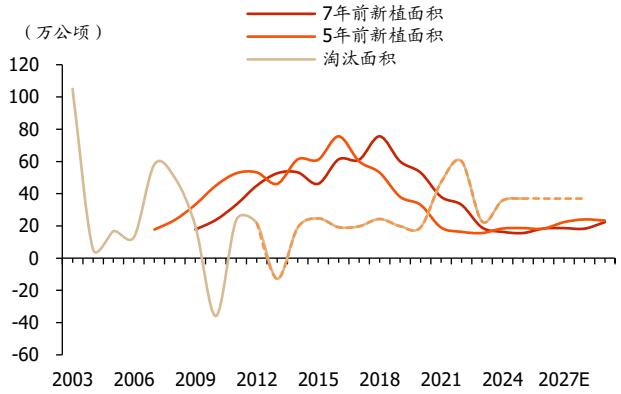
淘汰量的变化，这由当年进入淘汰期的老树数量决定。近 5 年平均淘汰面积为 37 万公顷，若假设这一数值延续，**则我们判断未来可割面积进入下行期。**

图表17：5 年开采和 7 年开采的可割面积峰值分别为 2021 年、2023 年



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，国盛证券研究所

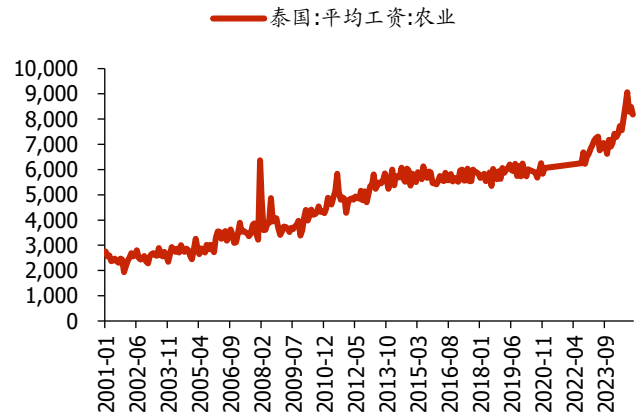
图表18：新增可割面积与淘汰面积决定可割面积



资料来源：Wind，中国橡胶信息贸易网，国盛证券研究所

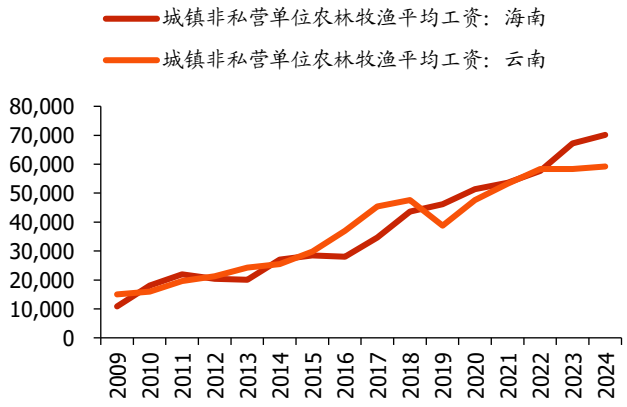
人力成本高企也制约割胶产出。橡胶树需要胶农一刀一刀地采集胶乳，这是一项繁重且技术性的工作。随着全球主要产区（如泰国、马来西亚）的人口老龄化和城镇化，愿意从事割胶的劳动力日益短缺，2024 年泰国平均工资为 7928 泰铢，同比增长 13.4%，我国橡胶主要种植省份云南海南近几年农业平均工资也在快速增长，高昂的人工成本直接制约实际割胶产出，进一步压制产量上限。

图表19：泰国平均工资农业（泰铢）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表20：海南就业人员平均工资（元）



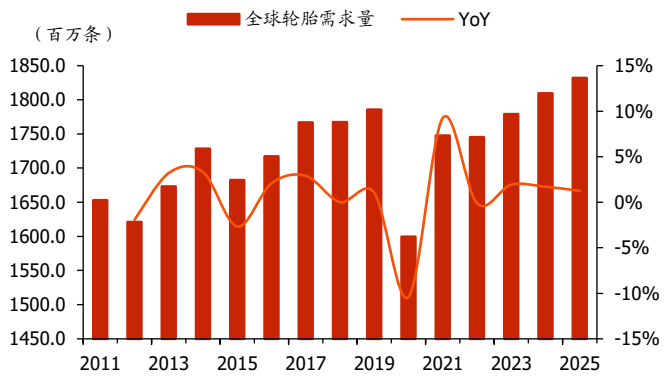
资料来源：wind、国盛证券研究所

需求：轮胎需求为主，全球轮胎需求量总体平稳

天然橡胶下游的主要需求为轮胎，近年来，全球轮胎需求量总体平稳，据米其林，2025 年全球轮胎需求量约为 18.3 亿条，同比增加 1.2%，结构上，乘用车及轻卡替换用轮胎占比达到 69%，是轮胎需求的主力；其次为乘用车及轻卡原配用轮胎，占比 23%；重卡的原装、替换占比较小，分别为 1%、7%。

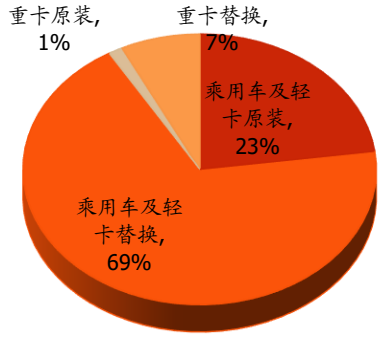
下载日志已记录，仅供内部参考

图表21：全球轮胎需求量



资料来源：Michelin Publication，国盛证券研究所

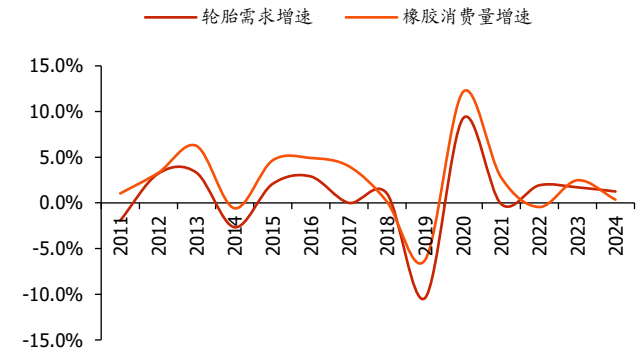
图表22：2025 年全球轮胎需求结构



资料来源：Michelin Publication，国盛证券研究所

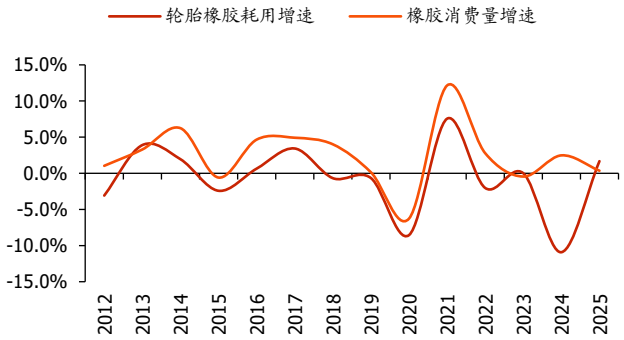
轮胎需求的变化与当年橡胶消费量变化相关性较高，但实际上，不同车型对于轮胎的要求不一样，乘用车一般使用半钢胎，每 1 万套半钢胎中天然橡胶的消耗量约为 28 吨；重卡一般使用全钢胎，每 1 万套全钢胎中天然橡胶的消耗量约为 234 吨。基于上述数据估算，重卡、乘用车对于橡胶的消耗占比分别为 52%、48%，因而虽然重卡轮胎的需求占比不高，但是对于橡胶的耗用量高于乘用车。

图表23：轮胎需求增速与橡胶消费增速



资料来源：Michelin Publication，中国橡胶信息贸易网，Wind，国盛证券研究所

图表24：轮胎橡胶耗用增速与橡胶消费增速



资料来源：Michelin Publication，中国橡胶信息贸易网，Wind，国盛证券研究所

3、短期：原料价格持续走强，强厄尔尼诺带来催化

国家气候中心发布预计将于 11-12 月前后形成一次超强厄尔尼诺事件，当前赤道中东太平洋海表温度持续升高，预计将于 11—12 月前后达到峰值，形成一次超强厄尔尼诺事件，强度有望超过历史上 3 次超强事件（1982/1983 年、1997/1998 年和 2015/2016 年），大概率成为历史最强事件。厄尔尼诺多数事件于当年春夏季启动海温增暖，夏季进入发展初期，秋季海温距平快速抬升，峰值集中出现在当年 11 月至次年 2 月（冬季盛期），冬季过后次年春季海温逐步回落，整体步入衰减阶段。

剔除弱厄尔尼诺样本，我们复盘了 9 次强厄尔尼诺对于主要农产品的影响，可以看到，天然橡胶受厄尔尼诺影响显著，9 次中有 7 次出现减产情况，其中 2009-2010 年减产 7.81%，1991-1992 年减产 4.01%，2023-2024 年减产 3.32%。

下载日志已记录，仅供内部参考

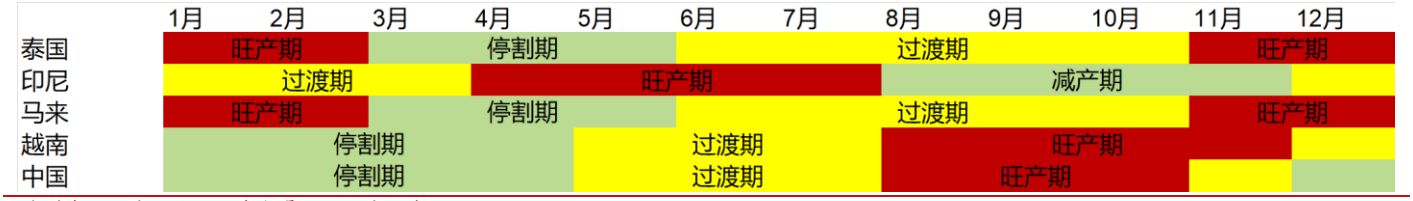
图表25：剔除弱厄尔尼诺年份后作物产量变动率（%）

	天然橡胶	小麦	玉米	大豆	棉花	棕榈油	甘蔗	可可豆	稻谷	苹果	红枣
2023-2024	**-3.32**	-1.59	5.15	6.15	-2.78	0.85	2.78	-11.51	1.69	-1.98	
2014-2016	**-1.22**	0.59	-4.64	-1.77	-13.52	-2.94	-2.97	-1.04	-0.57	-5.81	3.29
2009-2010	**-7.81**	1.77	-0.88	1.35	-4.17	-1.21	-4.74	-3.91	-2.68	-3.07	9.48
2002-2003	**-0.03**	-2.59	-1.47	0.02	-10.31	3.94	3.29	-0.28	-5.54	2.63	12.85
1997-1998	**-0.54**	2.92	-2.88	8.85	3.69	-9.34	0.02	-9.44	2.07	-4.36	12.84
1994-1995	**0.67**	-3.11	2.38	2.81	-0.34	4.52	5.02	9.14	0.76	2.69	16.94
1991-1992	**-4.01**	-8.45	0.44	-2.36	4.64	-1.48	0.95	-3.03	-2.08	20.55	-1.22
1986-1988	**5.53**	-0.24	-6.28	2.29	1.31	-0.25	3.72	-5.58	-1.55	-12.14	18.66
1982-1983	**-2.94**	1.12	-23.41	-14.89	-1.54	-6.13	11.21	-9.54	1.23	-4.17	-0.29
正向次数（次）	**2**	4	3	6	3	3	7	1	4	3	6
负向次数（次）	**7**	5	6	3	6	6	2	8	5	6	2

资料来源：同花顺 iFinD、国家气候中心、中国气象局、国盛证券研究所测算

目前厄尔尼诺已造成干旱及出现在橡胶旺产期，减产可能性进一步提升。我们可以看到，厄尔尼诺高峰期预计出现在 11 月到次年 2 月，而这个时期是泰国、马来、越南等主产国的旺产季，若旺产季出现减产，则后续停割季供应将面临巨大挑战。其次，印尼今年持续高温，周累计降雨远低于五年平均，若一直持续出现高温干旱，则减产可能性将持续提升。

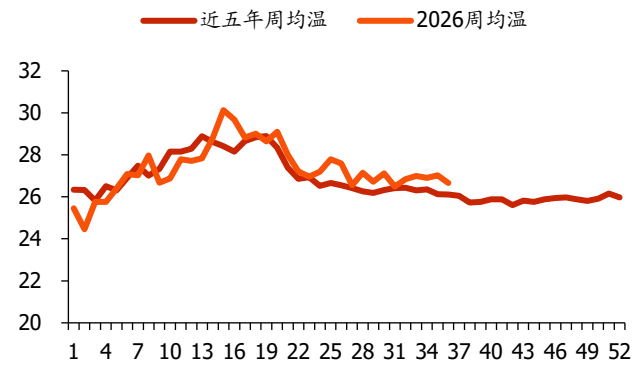
图表26：主产国割胶时间



资料来源：中国橡胶信息贸易网，国盛证券研究所

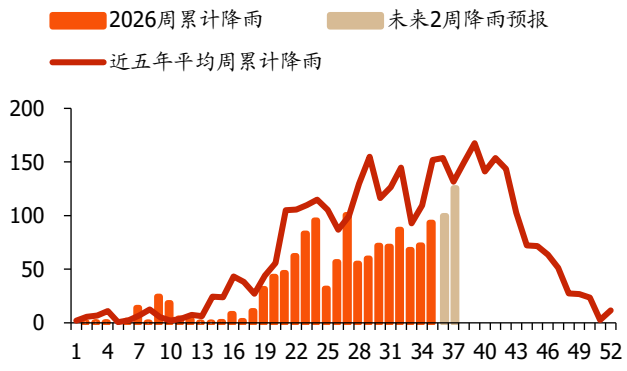
下载日志已记录，仅供内部参考

图表27：越南东南部同帅周均温（℃）



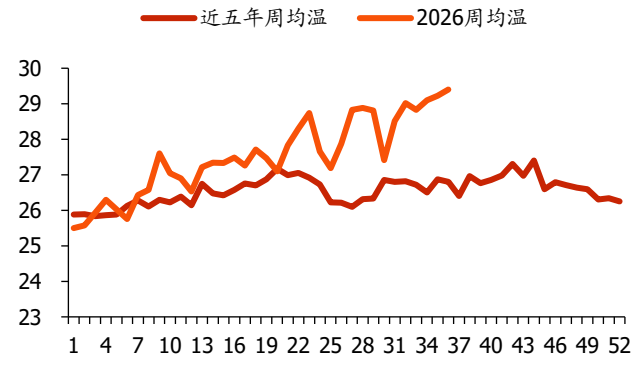
资料来源：open meteo，国盛证券研究所

图表28：越南东南部同帅周累计降雨（mm）



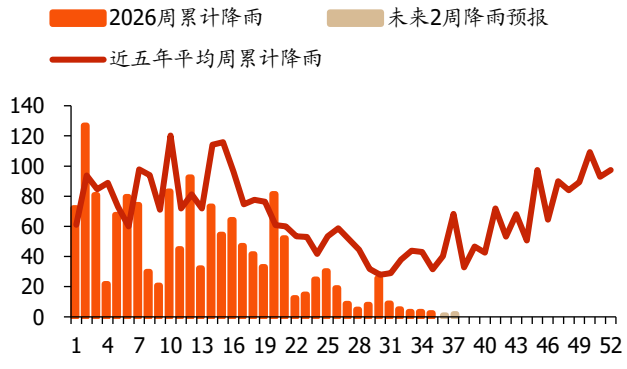
资料来源：open meteo，国盛证券研究所

图表29：印尼巨港周均温（℃）



资料来源：open meteo，国盛证券研究所

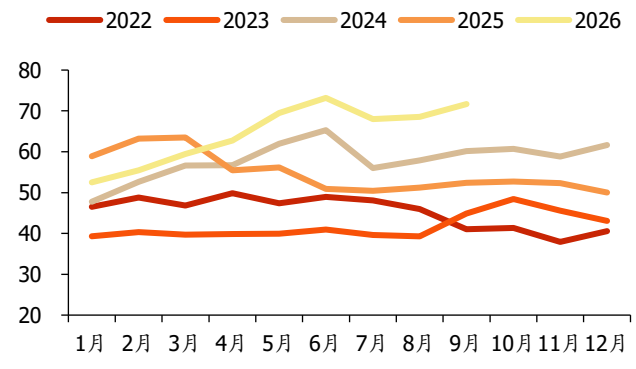
图表30：印尼巨港周累计降雨（mm）



资料来源：open meteo，国盛证券研究所

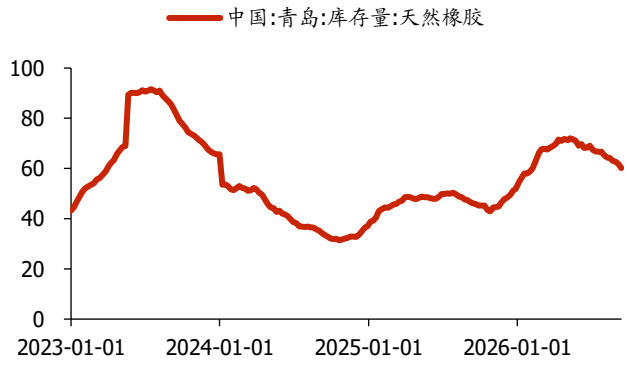
去库持续下原料价格仍坚挺。库存整体去化趋势维持，截至 9/13 日青岛库存下降至 60 万吨，目前季节性增产下库存仍然在去化，并且原料价格仍然坚挺，季节性增产下库存去化、原料价格坚挺充分说明供应端的紧张。

图表31：泰国杯胶价格（泰铢/公斤）



资料来源：ifind、国盛证券研究所

图表32：青岛天然橡胶库存（万吨）



资料来源：wind、国盛证券研究所

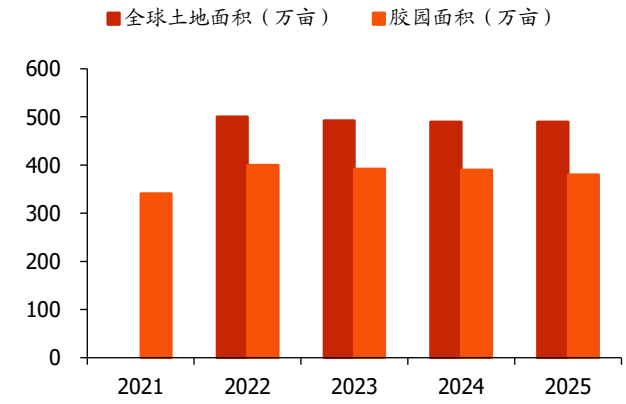
下载日志已记录，仅供内部参考

三、公司有望充分受益于行业景气上行

1、掌握核心土地资源，科技赋能降本增效

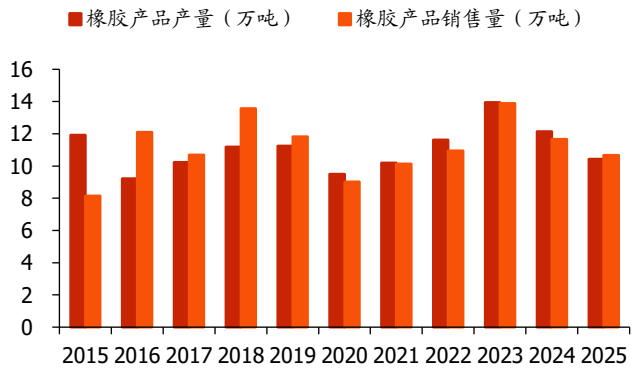
种植端：拥有核心土地资源禀赋，公司在全球范围内经营管理土地 490 万亩，其中胶园土地 380 万亩，拥有境内外天然橡胶种植基地共 30 个，分布在中国、喀麦隆、科特迪瓦、马来西亚等 4 个主产区国家。2025 年公司自产橡胶产品 10.42 万吨，销量 10.67 万吨。同时公司推进标准化胶园和天然橡胶良种繁育基地建设，完成 30 万亩天然橡胶标准化胶园、1000 亩 GT1 采种园及 800 亩种苗繁育基地建设任务，完成橡胶种植 7.36 万亩，实现了近 15 年来种植面积的历史新高。我们简单测算下来，2025 年公司完全成本在 2.48 万元/吨，随着降本增效的执行、落实海外种植板块亏损治理、提高精细化管理能力等，公司成本下降具有较大空间。

图表33：公司土地与胶园面积（万亩）



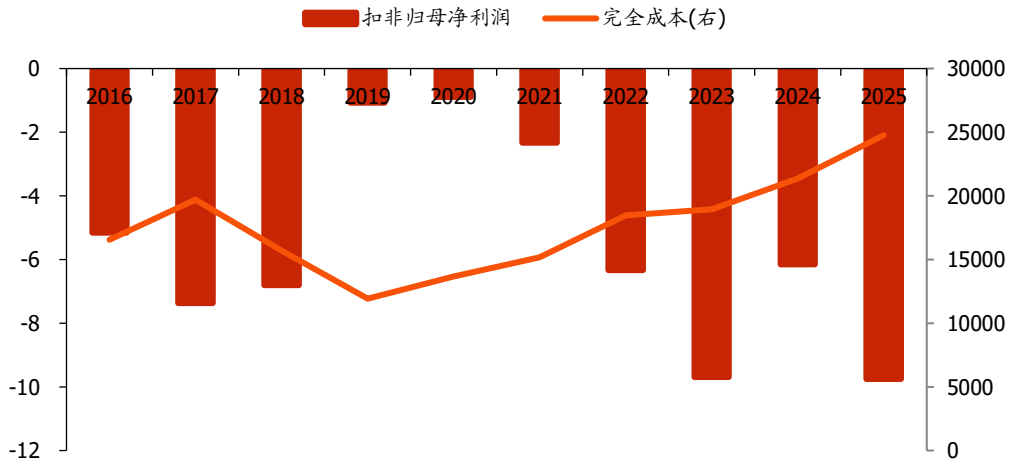
资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表34：公司自产橡胶产品产量和销量



资料来源：公司公告、国盛证券研究所

图表35：公司完全成本（元/吨）及扣非归母净利润（亿元）



资料来源：wind、公司年报、国盛证券研究所

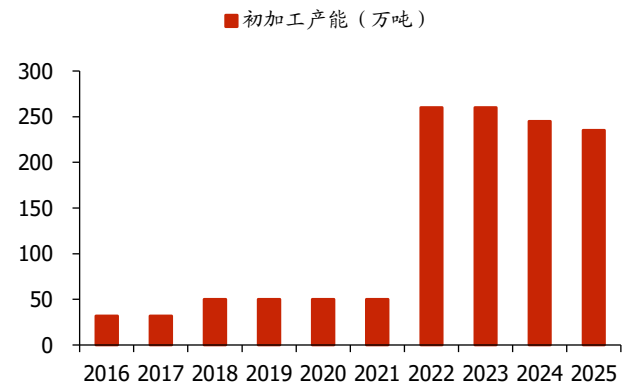
加工端：2025 年天然橡胶加工量超 131 万吨；公司拥有境内外在产天然橡胶初加工厂 61 家，分布在中国、印度尼西亚、马来西亚、泰国、科特迪瓦等多个国家和地区，全球年初加工产能约 235 万吨。公司初加工产品包括全乳胶、浓缩乳胶、TSR 10、烟片胶、

下载日志已记录，仅供内部参考

TSR 9710 等，且具备大规模生产特种胶、专业胶等高品质产品的能力。公司“美联”“宝岛”“五指山”等品牌深受下游企业青睐，下属子公司合盛农业制定了行业较为领先的 HeveaPro 生产标准并实现对外输出，以 HeveaPro 标准生产的天然橡胶产品广受赞誉，共有 27 个工厂取得全球前十大轮胎厂商认证。

其深加工品牌江苏爱德福乳胶制品有限公司，是亚太地区最大的乳胶发泡制品供应商之一，主营业务为天然乳胶卷材、床垫和枕头的生产与销售以及代工生产等业务，合作伙伴包括慕思、宜家家居、雅兰、丝涟等国内外知名品牌家具供应商。目前乳胶床垫产能 2640 万平方米，枕头产能 360 万只。“爱德福”“宝柏”“好舒福”品牌乳胶寝具，具备很强的行业竞争优势。

图表36：公司初加工产能变化



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

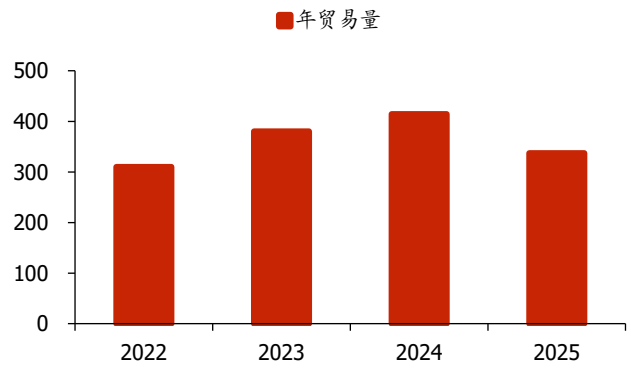
图表37：公司深加工品牌



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

贸易端：收缩纯贸易、提升终端客户占比；贸易端平台包括新加坡 R1 国际私人有限公司、上海龙橡国际贸易有限公司、合盛农业旗下 HeveaGlobal、NCE、HASL、CMCI，以及受托管理的印度尼西亚 KM 公司（含 ART 公司），公司橡胶产品销往亚洲、欧洲、北美等数十个国家上百个地区，主要客户覆盖全球前十大轮胎厂商，年销售贸易量 337 万吨，在全球天然橡胶行业拥有较强的行业影响力和市场竞争力。

图表38：公司年贸易量（万吨）



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表39：公司下游客户



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

同时，公司以科技赋能全产业链发展，拥有一流的胶园“种植-管理-养护-采割”技术，胶园管理水平全球行业领先，并在高端用胶研发、智能割胶机器研发、加工环境保护、

下载日志已记录，仅供内部参考

生产自动化和信息化技术应用等方面均处于全球行业领先水平；旗下金橡公司成为海南省唯一一家入选国务院国资委创建世界一流专精特新示范企业；橡胶智慧平台荣获“2025 年全国数字乡村创新大赛”优胜奖并入选“2024 年度农业科技成果服务海南自贸港建设十大典型案例”。2025 年完成 8 万台智能割胶机装机试割，智能割胶机中试规模进一步扩大，割胶机器人按计划推广 20 万台；完成特种胶中试基地高性能胶产线安装，开展了高性能胶试产。

图表40：3.4 版智能割胶机已经大面积大田试验



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

图表41：橡胶智慧平台

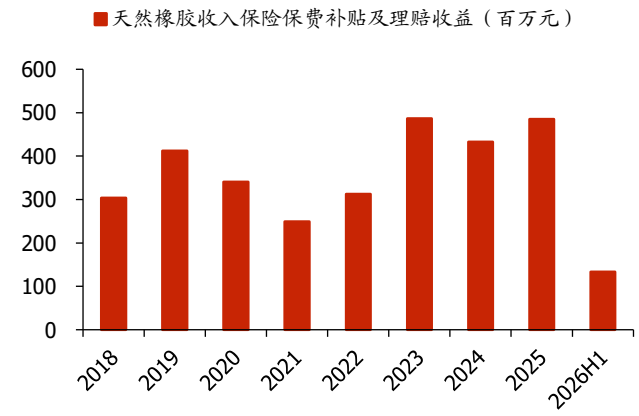


资料来源：公司官网、国盛证券研究所

2、运用多种金融工具，保障主业稳定收益

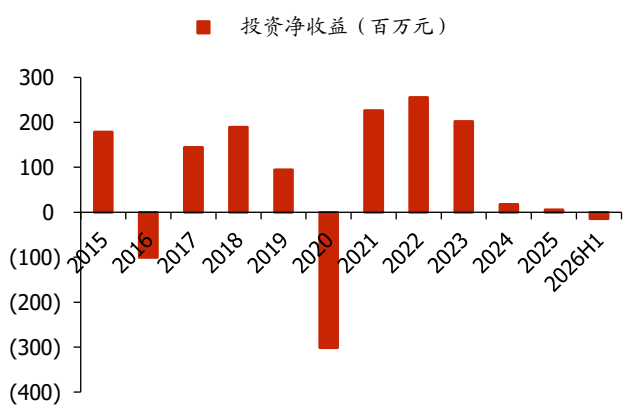
公司运用多种金融工具，有效控制风险，保障盈利稳定。公司每年签订橡胶收入保险项目保险协议，在保险期间内，天然橡胶实际收入低于目标收入时视为保险事故发生，主要由以下两项原因：1、因遭受洪水、泥石流、病虫害等灾害导致保险天然橡胶产量损失；2、因市场因素影响导致天然橡胶价格波动，2026 年公允价格为 17000 元/吨，每亩保险金额 1020 元，2025 年公司收到收入保险保费及理赔收益为 4.85 亿元，2026 年上半年为 1.33 亿元。其次，公司充分运用期货等工具进行套保，锁定稳定收益。

图表42：公司天然橡胶收入保险保费补贴及理赔收益



资料来源：公司年报、国盛证券研究所

图表43：公司投资净收益



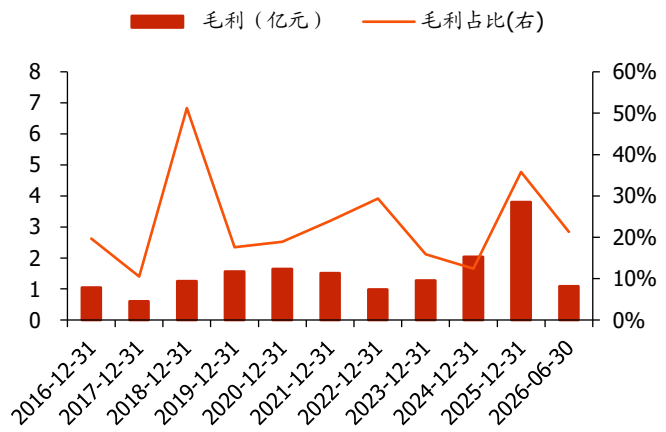
资料来源：wind、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3、推进基地改革，发展热带高效农业

公司积极按照《海南省天然橡胶生产保护区布局优化调整工作方案》要求，将橡胶种植向受台风影响小的中西部区域转移，增强天然橡胶生产抗风险能力，稳定核心生产区标准化胶园面积，公司利用从东部天然橡胶生产保护区调出的胶园土地，通过“招商+自营”的方式发展榴莲、荔枝种植等热带高效农业。目前公司拥有高效农业种植面积约 10 万亩，公司积极利用海南自由贸易港有关大力发展热带特色高效农业政策红利，充分发挥海南热带气候和公司资源优势，将其打造为公司未来重要的利润来源。

图表44：其他业务毛利及毛利占比



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表45：公司发展特色热带水果产业



资料来源：公司官网、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测与投资建议

营收拆分：

1）橡胶产品：近几年公司坚持“稳种植、稳产量、稳份额、稳胶农、深加工、高端化、国际化”的总体发展思路，优化天然橡胶产业布局，故我们预计橡胶产品销量保持稳定，预计 2026-2028 年销量不变，价格上面，随着供给缺口持续，叠加厄尔尼诺影响，我们预计橡胶产品价格上行趋势明显，预计 2026-2028 年价格同比增长 15%/10%/10%，故我们预计 2026-2028 年橡胶产品收入同比增长分别为 15%/10%/10%，毛利率方面，随着公司降本增效，充分利用土地资源，预计 2026-2028 年毛利率逐步改善，分别为 2.5%/3%/3%。

2）橡胶木材：公司橡胶木材业务体量较小，为附加产物，随着销量稳定价格增长，我们预计 2026-2028 年橡胶木材收入逐步增长 5%，毛利率保持稳定为 16.17%。

3）其他业务：公司近几年大力发展林下非胶业务，预计 2026-2028 年收入增长 12%，毛利率保持稳定为 28.13%。

预计 2026-2028 年总收入分别为 485.11/533.82/587.42 亿元，同比增长分别为 14.85%/10.04%/10.04%，毛利率分别为 3.36%/3.85%/3.87%。

图表46：收入拆分（亿元）

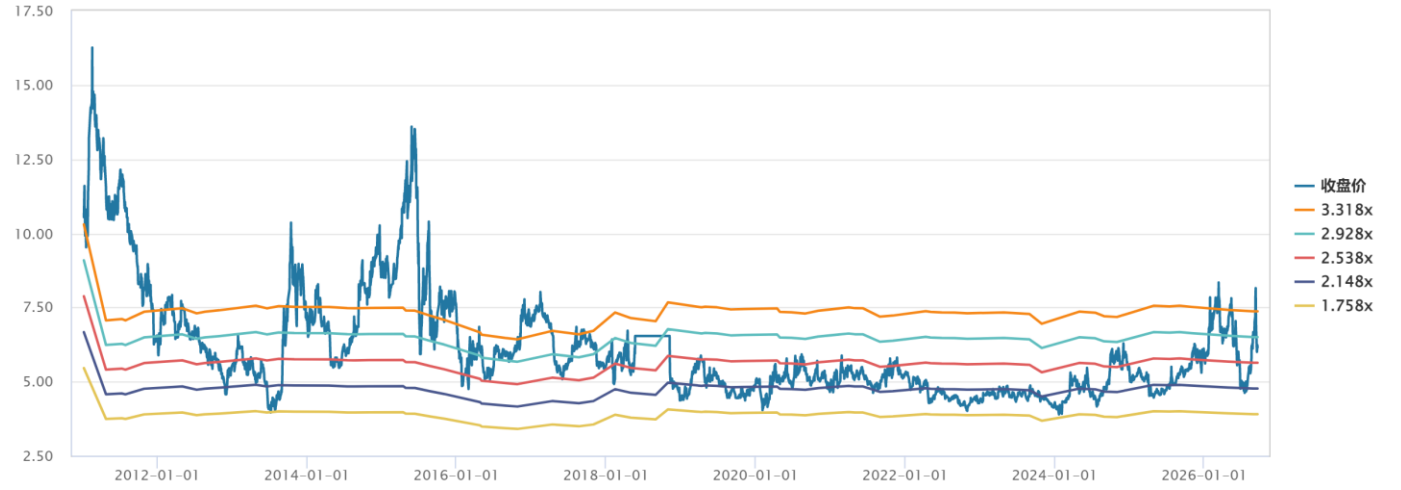
	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
橡胶产品						
收入（亿元）	372.00	483.35	406.79	467.81	514.59	566.05
yoy	152.91%	29.93%	-15.84%	15.00%	10.00%	10.00%
成本	365.55	469.30	400.30	456.11	499.15	549.07
毛利	6.45	14.05	6.49	11.70	15.44	16.98
毛利率(%)	1.73	2.91	1.60	2.50	3.00	3.00
橡胶木材						
收入	0.73	2.42	2.08	2.18	2.29	2.41
yoy	-12.05%	231.51%	-14.05%	5%	5%	5%
成本	0.46	2.02	1.74	1.83	1.92	2.02
毛利	0.28	0.40	0.34	0.35	0.37	0.39
毛利率(%)	37.65	16.50	16.17	16.17	16.17	16.17
其他业务						
收入	4.13	10.96	13.50	15.12	16.93	18.97
yoy	-28.79%	165.38%	23.18%	12%	12%	12%
成本	2.86	8.92	9.70	10.87	12.17	13.63
毛利（亿元）	1.27	2.04	3.80	4.25	4.76	5.34
毛利率(%)	30.78	18.59	28.13	28.13	28.13	28.13
总计						
总收入	376.86	496.73	422.37	485.11	533.82	587.42
总成本	368.87	480.24	411.74	468.81	513.24	564.72
毛利（亿元）	7.99	16.49	10.63	16.30	20.57	22.71
毛利率(%)	2.12%	3.32%	2.52%	3.36%	3.85%	3.87%

资料来源：wind、公司公告、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

基于行业景气上行趋势明确，公司作为全球最大天胶公司有望充分受益，我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 1.96/7.06/8.30 亿元，同比增长分别为 290%/260%/18%。橡胶种植是典型长周期品种，并且极度依赖土地资源，2025 年公司经营管理 490 万亩土地，其中胶园有 380 万亩，同时在国内橡胶种植中，没有和海南橡胶主业类似的上市公司，因此我们通过历史 PB 进行估值，可以看到，公司 PB 在 1.76-6.1 之间波动，目前仍处于历史中位，给予“买入”评级。

图表47：公司 PB 情况



资料来源：wind、国盛证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

1.自然灾害

海南岛每年可能经受风灾、旱灾、寒害、病虫害等自然灾害侵袭，面对不可抗的天灾，公司橡胶产量及其他种植业务或造成减产风险。

2.价格风险

天然橡胶是基础工业原料，其需求与全球经济波动密切相关。天然橡胶作为大宗商品，其价格也与贸易政策、汇率、资本市场状况等有密切联系，周期性特征较明显。受宏观周期、地缘政治、市场环境、供需关系等多重因素影响，天然橡胶价格存在短期内出现剧烈波动的可能，对公司业绩造成影响。

3.信用风险

天然橡胶贸易规模大、资金密集、价格波动剧烈，涉及的上下游交易对手较多，如果交易对手未能如期履约，可能给公司带来损失。

4.汇率风险

公司是全球最大的天然橡胶跨国企业集团，以美元等外币结算的业务规模不断增长，汇率波动或导致业绩不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

国盛证券股份有限公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com