

海南橡胶（601118.SH）

优于大市

2024 年报及 2025 一季报点评：受益橡胶行情回暖，业绩表现维持同比修复趋势

核心观点

受益橡胶行情回暖，业绩表现维持同比修复。公司 2024 年实现营业收入 496.73 亿元，同比+31.80%，主要得益于橡胶销售价格回暖以及橡胶贸易量增加；2024 年实现归母净利润 1.03 亿元，同比-65.20%，原因系公司本期资产处置补偿收入减少导致营业外收入减少约 5 亿元，“摩羯”台风灾害导致营业外支出同比增加约 1.8 亿元，非洲胶园减值导致资产减值增加约 1.7 亿元。扣除非经常性损益后，2024 年实现归母净利润-5.81 亿元，同比减亏约 40%，主要得益于橡胶行情回暖。分季度来看，公司 2025Q1 收入利润维持同比修复趋势，其中营业收入 100.39 亿元，环比-40.14%，同比+23.30%；归母净利润-1.08 亿元，环比-119.22%，同比+32.76%。

自有胶园因受灾减产，贸易规模维持扩张。2024 年公司橡胶板块整体收入 483.35 亿元，同比+29.93%，毛利率 2.91%，同比+1.17pct，主要得益于橡胶行情回暖。其中在种植环节，公司 2024 年自有胶园橡胶产量 12.15 万吨，同比-13.05%；销量 11.67 万吨，同比-15.92%，自有胶园产销规模下滑主要受海南地区摩羯台风灾害影响；在加工贸易环节，公司 2024 年销售贸易量超过 414 万吨（含受托管理的 KM 和 ART），规模及市场影响力进一步提升。

非胶业务收入同比增加明显，增厚公司利润表现。2024 年公司其他业务实现营业收入 10.96 亿元，同比+164.97%；实现毛利 2.04 亿元，同比 60.00%，对应毛利率 18.59%，明显高于橡胶产品。近年公司正积极发展林下经济，拓展水果等非胶作物种植，未来有望持续增厚公司业绩表现。

看好天然橡胶大周期上行，公司有望受益景气。短期来看，国内产区陆续进入开割期，叠加贸易冲突施压短期需求，胶价短期预计震荡偏弱；然而中长期来看，主产区缩种与树龄老化问题预计持续闲置中长期供给，在需求韧性增长支撑下，天然橡胶价格中枢或将在供需差不断扩大过程中逐年抬升。公司作为全球最大天然橡胶种植加工贸易企业之一，有望充分受益。

风险提示：发生极端天气导致胶园大幅减产的风险；期货套保操作或判断不当造成亏损的风险；贸易冲突影响业务开展的风险。

投资建议：短期全球贸易冲突或冲击橡胶消费，压制行情表现，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.0/2.4 亿元（原为 2.0/4.4 亿元），预测 2027 年归母净利润为 4.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.02/0.06/0.11 元。公司作为全球最大天然橡胶种植加工贸易企业之一，中长期行业景气若上行，有望充分受益，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	37,687	49,673	62,114	73,659	84,320
(+/-%)	145.2%	31.8%	25.0%	18.6%	14.5%
归母净利润(百万元)	297	103	104	239	453
(+/-%)	288.9%	-65.2%	0.8%	129.8%	89.1%
每股收益(元)	0.07	0.02	0.02	0.06	0.11
EBIT Margin	-3.0%	-0.8%	0.1%	0.3%	0.4%
净资产收益率(ROE)	3.0%	1.1%	1.1%	2.4%	4.4%
市盈率(PE)	66.1	190.0	188.5	82.0	43.4
EV/EBITDA	-83.5	123.7	80.2	61.1	51.9
市净率(PB)	2.00	1.99	1.98	1.95	1.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·种植业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

证券分析师：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	4.50 元
总市值/流通市值	19257/19257 百万元
52 周最高价/最低价	6.59/4.13 元
近 3 个月日均成交额	183.03 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海南橡胶（601118.SH）-全球天然橡胶产业龙头，有望受益行业景气上行》——2025-02-11

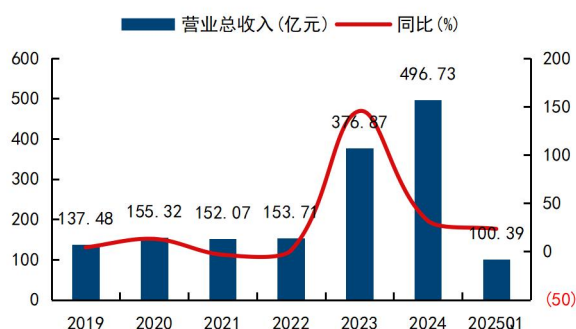
《海南橡胶（601118.SH）-2024 三季报点评：受益橡胶价格回暖，Q3 归母净利润同比+38%》——2024-11-23

《海南橡胶（601118.SH）-受益天然橡胶价格上行，Q2 盈利同环比改善明显》——2024-07-11

《海南橡胶（601118.SH）-国内橡胶产业龙头，主业升级稳步推进》——2024-04-29

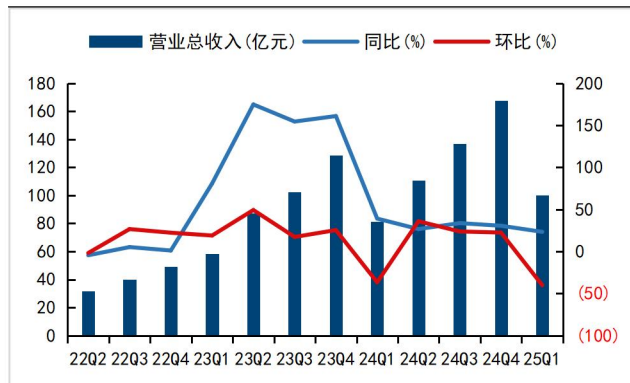
受益橡胶行情回暖，业绩表现维持同比修复趋势。公司 2024 年实现营业收入 496.73 亿元，同比+31.80%，主要得益于橡胶销售价格回暖以及橡胶贸易量增加；2024 年实现归母净利润 1.03 亿元，同比-65.20%，原因系公司本期资产处置补偿收入减少导致营业外收入减少约 5 亿元，“摩羯”台风灾害导致营业外支出同比增加约 1.8 亿元，非洲胶园减值导致资产减值增加约 1.7 亿元。扣除非经常性损益后，2024 年实现归母净利润-5.81 亿元，同比减亏约 40%，主要得益于橡胶行情回暖。分季度来看，公司 2025Q1 收入利润维持同比修复趋势，其中营业收入 100.39 亿元，环比-40.14%，同比+23.30%；归母净利润-1.08 亿元，环比-119.22%，同比+32.76%。

图1：海南橡胶营业收入及增速



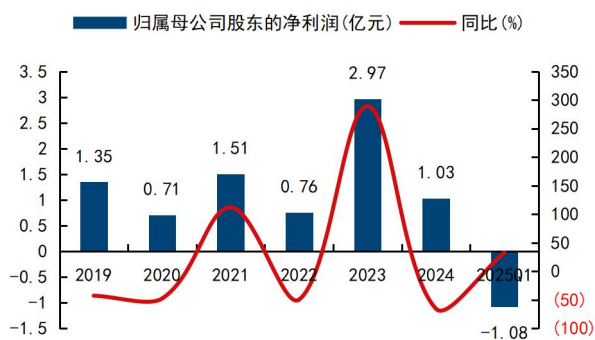
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：海南橡胶单季营业收入及增速



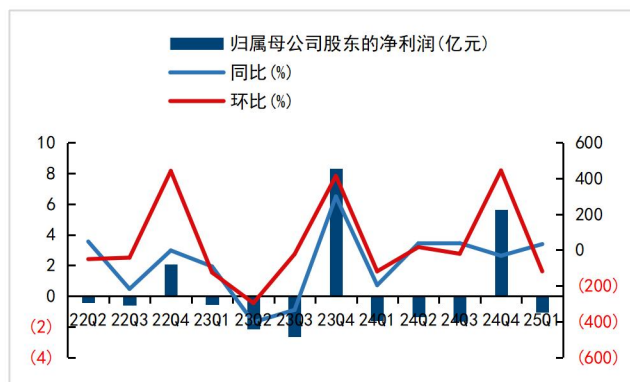
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：海南橡胶归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

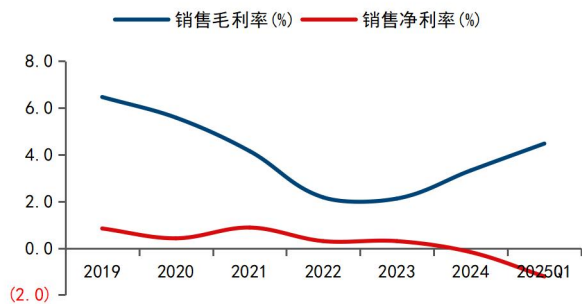
图4：海南橡胶单季归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

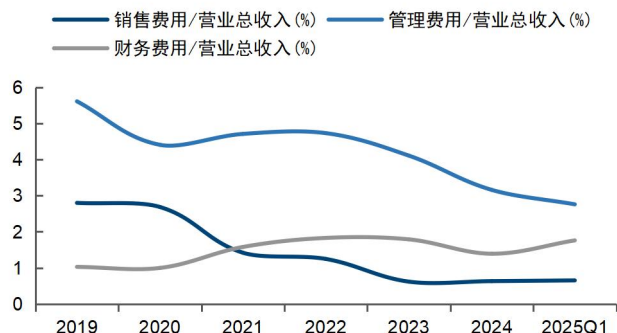
主业受益景气，费用率维持优化，公司利润率延续改善趋势。公司 2025Q1 销售毛利率 4.47%，环比+0.30pct，同比+0.44pct；销售净利率-1.21%，环比-4.27pct，同比+1.57pct。得益于天然橡胶价格回升，公司盈利能力维持修复趋势。费用方面，公司 2025Q1 销售费用率 0.65%（同比-0.46pct）；管理费用率 2.76%（同比-0.59pct）；财务费用率 1.76%（同比-0.26pct）；三项费用合计比率为 5.17%，同比-1.31pct。

图5: 海南橡胶毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

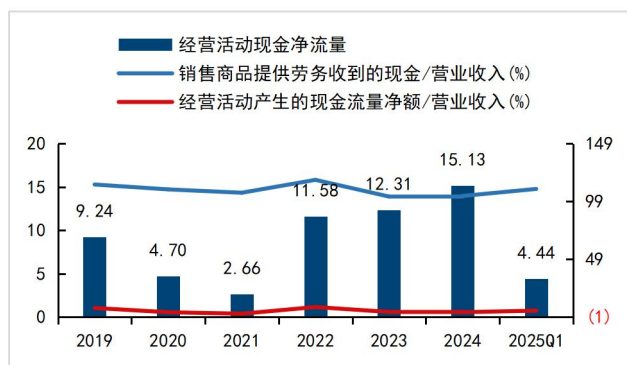
图6: 海南橡胶三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

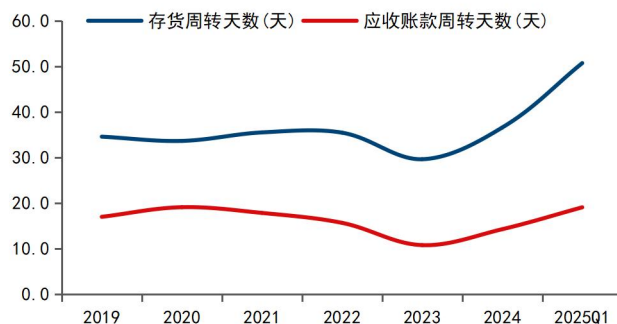
经营性现金流明显改善。2025Q1 公司经营性现金流净额 4.40 亿元, 同比+130.05%, 经营性现金流净额占营业收入比例为 4.43% (同比+2.06pct), 销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 109.66% (同比+12.33pct)。在主要流动资产周转方面, 2025Q1 公司存货天数达 50.70 天 (同比-4.00%), 应收账款周转天数达 19.05 天 (同比+4.50%), 资产周转整体维持平稳。

图7: 海南橡胶经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 海南橡胶主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：短期全球贸易冲突或冲击橡胶消费，压制行情表现，我们下调公司2025-2026 年归母净利润预测为 1.0/2.4 亿元（原为 2.0/4.4 亿元），预测 2027 年归母净利润为 4.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.02/0.06/0.11 元。公司作为全球最大天然橡胶种植加工贸易企业之一，中长期行业景气若上行，有望充分受益，维持“优于大市”评级。

表1: 海南橡胶业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
橡胶产品						
收入（亿元）	147.09	372.00	483.35	606.10	717.43	819.40
增速	1.19%	152.91%	29.93%	25.40%	18.37%	14.21%
毛利（亿元）	1.82	6.45	14.05	23.52	28.34	32.78
毛利率	1.24%	1.73%	2.91%	3.88%	3.95%	4.00%
橡胶木材						
收入（亿元）	0.83	0.73	2.42	0.80	1.00	1.10
增速	-69.60%	-12.05%	231.21%	-66.91%	25.00%	10.00%
毛利（亿元）	0.54	0.28	0.40	0.16	0.20	0.22
毛利率	65.06%	38.36%	16.50%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务						
收入（亿元）	5.80	4.13	10.96	14.24	18.16	22.70
增速	10.48%	-28.79%	165.29%	30.00%	27.50%	25.00%
毛利（亿元）	0.98	1.27	2.04	2.85	3.63	4.54
毛利率	16.90%	30.75%	18.59%	20.00%	20.00%	20.00%
合计						
总营收（亿元）	153.71	376.87	496.73	621.14	736.59	843.20
增速	0.25%	145.18%	31.80%	25.05%	18.59%	14.47%
毛利（亿元）	3.33	8.00	16.48	26.53	32.17	37.54
毛利率	2.17%	2.12%	3.32%	4.27%	4.37%	4.45%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

表2: 未来3年盈利预测表(单位:百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	49673	62114	73659	84320
营业成本	48024	59462	70442	80566
销售费用	315	373	454	520
管理费用	1569	2002	2286	2606
研发费用	33	67	66	74
财务费用	691	482	541	574
营业利润	(559)	(295)	(224)	(112)
利润总额	135	55	126	238
归属于母公司净利润	103	104	239	453
EPS	0.02	0.02	0.06	0.11
ROE	1.05%	1.05%	2.37%	4.35%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表3: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
乐观预测					
营业收入(百万元)	37,687	49,673	62,176	73,791	84,524
(+/-%)	145.2%	31.8%	25.2%	18.7%	14.5%
净利润(百万元)	297	103	698	951	1276
(+/-%)	288.9%	-65.2%	575.4%	36.3%	34.1%
摊薄 EPS	0.07	0.02	0.16	0.22	0.30
中性预测					
营业收入(百万元)	37,687	49,673	62,114	73,659	84,320
(+/-%)	145.2%	31.8%	25.0%	18.6%	14.5%
净利润(百万元)	297	103	104	239	453
(+/-%)	288.9%	-65.2%	0.8%	129.8%	89.1%
摊薄 EPS(元)	0.07	0.02	0.02	0.06	0.11
悲观的预测					
营业收入(百万元)	37,687	49,673	62,052	73,528	84,116
(+/-%)	145.2%	31.8%	24.9%	18.5%	14.4%
净利润(百万元)	297	103	-492	-484	-390
(+/-%)	288.9%	-65.2%	—	—	—
摊薄 EPS	0.07	0.02	-0.12	-0.11	-0.09
总股本（百万股）	4,279	4,279	4,279	4,279	4,279

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3506	5688	3000	4064	4251	营业收入	37687	49673	62114	73659	84320
应收款项	3404	3045	4414	5467	5807	营业成本	36887	48024	59462	70442	80566
存货净额	4526	5225	6685	7301	8131	营业税金及附加	106	133	149	194	216
其他流动资产	1398	1483	2675	2701	3080	销售费用	232	315	373	454	520
流动资产合计	12872	15466	16801	19560	21295	管理费用	1549	1569	2002	2286	2606
固定资产	4179	4250	4623	4939	5202	研发费用	36	33	67	66	74
无形资产及其他	1919	1909	1834	1759	1683	财务费用	674	691	482	541	574
投资性房地产	14370	13874	13874	13874	13874	投资收益	196	(38)	226	200	200
长期股权投资	611	570	620	670	720	资产减值及公允价值变动	(325)	(220)	(100)	(100)	(75)
资产总计	33950	36070	37752	40802	42774	其他收入	829	758	(67)	(66)	(74)
短期借款及交易性金融负债	10758	10435	10149	12268	12878	营业利润	(1060)	(559)	(295)	(224)	(112)
应付款项	1120	1436	1806	2140	2442	营业外净收支	1381	694	350	350	350
其他流动负债	2582	3322	4751	5153	5981	利润总额	321	135	55	126	238
流动负债合计	14461	15193	16706	19562	21301	所得税费用	209	221	27	63	119
长期借款及应付债券	3981	5670	5670	5670	5670	少数股东损益	(186)	(189)	(77)	(176)	(334)
其他长期负债	3874	3908	4058	4208	4358	归属于母公司净利润	297	103	104	239	453
长期负债合计	7855	9578	9728	9878	10028	现金流量表（百万元）					
负债合计	22316	24771	26435	29440	31329	净利润	297	103	104	239	453
少数股东权益	1809	1452	1398	1275	1041	资产减值准备	(69)	170	45	15	16
股东权益	9825	9846	9919	10087	10404	折旧摊销	620	760	513	586	645
负债和股东权益总计	33950	36070	37752	40802	42774	公允价值变动损失	325	220	100	100	75
关键财务与估值指标						财务费用	674	691	482	541	574
每股收益	0.07	0.02	0.02	0.06	0.11	营运资本变动	(8825)	1332	(2028)	(794)	(253)
每股红利	0.19	0.18	0.01	0.02	0.03	其它	383	1062	(99)	(139)	(249)
每股净资产	2.30	2.30	2.32	2.36	2.43	经营活动现金流	(7269)	3648	(1365)	8	686
ROIC	-2.88%	2.56%	-0.65%	-0.45%	-0.28%	资本开支	0	(748)	(956)	(941)	(923)
ROE	3.02%	1.05%	1%	2%	4%	其它投资现金流	(38)	12	0	0	0
毛利率	2%	3%	4%	4%	4%	投资活动现金流	(192)	(696)	(1006)	(991)	(973)
EBIT Margin	-3%	-1%	0%	0%	0%	权益性融资	70	1	0	0	0
EBITDA Margin	-1%	1%	1%	1%	1%	负债净变化	892	1689	0	0	0
收入增长	145%	32%	25%	19%	14%	支付股利、利息	(799)	(777)	(31)	(72)	(136)
净利润增长率	289%	-65%	1%	130%	89%	其它融资现金流	5030	(2594)	(286)	2119	610
资产负债率	71%	73%	74%	75%	76%	融资活动现金流	5286	(770)	(317)	2047	474
股息率	4.1%	4.0%	0.2%	0.4%	0.7%	现金净变动	(2175)	2182	(2688)	1064	186
P/E	66.1	190.0	188.5	82.0	43.4	货币资金的期初余额	5680	3506	5688	3000	4064
P/B	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	货币资金的期末余额	3506	5688	3000	4064	4251
EV/EBITDA	(83.5)	123.7	80.2	61.1	51.9	企业自由现金流	0	1597	(2440)	(1040)	(363)
						权益自由现金流	0	692	(2967)	808	(40)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032