

天然橡胶专题二

石化链涨价带动，产能瓶颈明确，2026年价格预计易涨难跌

优于大市

核心观点

天然橡胶：兼具农工化三重属性，短期节奏预计由工化属性主导。天然橡胶产量长期调节滞后，短期易受天气扰动，下游消费七成来自轮胎，景气和汽车工业高度绑定。另外合成橡胶部分替代天然橡胶，石化链景气也会影响天然橡胶估值。综合来看，三重属性决定了天然橡胶框架和行情的复杂性，长短期驱动因素、跟踪指标均有差异。

(1) **一年维度来看**，Q1 全球主要产区陆续将进入停割期，而春节后是国内轮胎关键开工季，因此短期节奏预计由工化属性主导，价格受宏观因素影响大，核心关注春节后的下游开工表现和石化链景气催化。

(2) **长期维度来看**，天然橡胶价格每轮周期 20 年左右，主要受胶树 10 年龄左右进入旺产期决定。从具体走势来看，天然橡胶是强顺周期品种，产能限制作为慢变量更多决定中枢和牛市持续时间，而行情的爆发力需要与大时代背景下的宏观叙事结合，大周期往往发生于全球或主要经济体的景气上行阶段。当前全球供应受前期缩种和当下树龄老化影响，天花板已经开始显现，天然橡胶价格自 2023 年 5 月新开割季以来已经基本确认长期拐点，同时下游正处 AI 技术革命爆发前夕，新周期蓄势待发。

2026 年行情展望：短期合成胶涨价抬估值，长期产能瓶颈显现，易涨难跌。

逻辑一：石化链涨价提供估值催化。短期丁二烯产能停车降负，供应偏紧，中期石化链景气有地缘冲突和反内卷政策支撑，年内合成橡胶价格有望筑底回升，进而提振天然橡胶需求。

逻辑二：新季增产乏力，长期产能瓶颈显现。ANRPC 与产区原料价格、出口数据交叉验证，新季主产区增产乏力，本质是长期产能瓶颈的显现，未来十年全球天然橡胶供应预计步入缩减周期。

逻辑三：新技术革命下，轮胎需求存在增量潜力。2026 年以旧换新补贴有望支撑内需，同时海外新能源渗透率低，叠加自动驾驶推广，具备增量潜力。

风险提示：1、宏观景气波动；2、极端天气风险；3、期货套保亏损风险等。

投资建议：核心推荐海南橡胶。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。同时公司非胶业务受益海南封关政策红利，未来存在扩容潜力，维持“优于大市”评级。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.0/2.4/4.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.02/0.06/0.11 元。

相关公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
601118	海南橡胶	优于大市	6.78	29.015	0.02	0.06	339	113

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业专题

农林牧渔

优于大市 · 维持

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

liruinan@guosen.com.cn

S0980523030001

证券分析师：江海航

jianghaihang@guosen.com.cn

S0980524070003

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

《美国农业部 (USDA) 月度供需报告数据分析专题-美国 2026 年牛价景气预计维持向上，全球玉米、大豆 25/26 产季期末库存环比调增》——2026-01-20

《进口牛肉政策分析及展望-进口牛肉限制政策落地，看好牧业大周期反转》——2026-01-20

《农产品研究跟踪系列报告 (191)-牛价重启加速上涨，看好肉牛周期反转》——2026-01-19

《农产品研究跟踪系列报告 (190)-牛价环比稳步上涨，后续供给缺口有望持续拉大》——2026-01-11

《农产品研究跟踪系列报告 (189)-牛肉进口保障措施政策落地，看好牧业大周期反转》——2026-01-07

内容目录

天然橡胶：兼具农工化三重属性，短期节奏预计由工化属性主导	5
天然橡胶产自热带橡胶树，长期调节滞后，短期易受天气扰动	5
70%天然橡胶用于轮胎生产，下游消费景气高度绑定汽车工业	6
合成胶部分替代天然橡胶，石化链景气影响天然橡胶需求和估值	7
框架总结：短期关注供需节奏，长期关注大时代背景下的宏观叙事	9
2026 年价格展望：短期合成胶涨价抬估值，长期产能瓶颈显现，易涨难跌	11
合成胶走强有望支撑年内天然橡胶需求	11
主产区新季增产乏力，长期产能瓶颈显现	12
内需有韧性，海外有增量，有望支撑下游景气	14
投资建议：核心推荐海南橡胶	17
公司介绍：业务覆盖天然橡胶产业种植、加工、贸易全链	17
盈利弹性：种植和加工贸易端均有望受益景气上行	18
风险提示	21

图表目录

图 1: 亚洲主要天然橡胶产区多处于季风气候带, 当季橡胶产出较易受降水波动影响	5
图 2: 2024 年全球天然橡胶产量为 1391 万吨	6
图 3: 全球天然橡胶产量分布 (按国家)	6
图 4: 国内约 70% 的天然橡胶被用于轮胎生产	6
图 5: 2024 年全球天然总消费 1537 万吨	6
图 6: 合成橡胶上游原料来自石化产业	8
图 7: 轮胎生产过程中, 天然橡胶和合成橡胶一般配合使用	8
图 8: 国内 60-70% 的合成橡胶用于轮胎生产	8
图 9: 天然橡胶和合成橡胶使用比例会出现波动	8
图 10: 合成橡胶和天然橡胶价格高度正相关	8
图 11: 天然橡胶价格具备明显季节性特征 (山东全乳胶市价, 元/吨)	9
图 12: 天然橡胶价格具备明显季节性特征 (山东全乳胶市价, 元/吨)	10
图 13: 1960 以来, 天然橡胶价格已经历三轮大周期, 每轮的持续时间在 20 年左右	10
图 14: 近期国内丁二烯价格 V 型反弹, 同步带动下游合成橡胶价格走强	11
图 15: 近期国内合成橡胶开工率持续走强	11
图 16: 近期合成胶及天然橡胶期货价格同比走强	11
图 17: 年初至今, 国际原油期货价格已累计上涨 8.27%	12
图 18: 反内卷政策有望支撑化工链景气	12
图 19: 泰国 2025 年增产有限, 25M1-11 累计产量同比+2.46% (万吨)	13
图 20: 印尼 2025 年维持减产, 25M1-11 累计产量同比-10.75% (万吨)	13
图 21: 2025M1-11 ANRPC 成员国累计产量持平去年同期	13
图 22: 泰国杯胶价格维持高位	13
图 23: 泰国下半年出口增势放缓, 2025 年累计出口同比+7%	13
图 24: 印尼 2025M1-11 累计出口同比+4%	13
图 25: 主产国扩种翻新面积 2011 年以来持续收缩 (美元/kg, 千公顷)	14
图 26: 天然橡胶主产国总种植面积见顶回落	14
图 27: 全球天然橡胶单产近年下滑明显	14
图 28: 主要产区树龄结构一览	14
图 29: 2025 年下游轮胎走货偏慢, 半钢开工疲软	15
图 30: 全钢胎需求回暖, 2025 年开工改善	15
图 31: 最新山东半钢胎库存天数同比+16%, 全钢胎库存天数同比+1%	15
图 32: 2025M1-M11 欧洲乘用车累计注册量同比+1.76% (欧盟+英国, 万辆)	16
图 33: 2025M1-M11 美国汽车累计销量同比+2.38% (万辆)	16
图 34: 2025 年国内干胶累库幅度有限, 库存仍处在偏低分位	16
图 35: 天然橡胶 (RU) 期货价格近期呈筑底回升走势	16
图 36: 海南橡胶是全球天然橡胶产业龙头, 主业覆盖种植、加工、贸易全链	17
图 37: 海南橡胶营业收入及增速	17

图 38: 海南橡胶单季营业收入及增速	17
图 39: 海南橡胶归母净利润及增速	18
图 40: 海南橡胶单季归母净利润及增速	18
图 41: 周期上行叠加成本优化, 公司盈利有望持续改善	19
图 42: 公司截至 2025Q3 末的存货规模超 50 亿元	19
图 43: 公司存货周转天数大致为 30-40 天	19
图 44: 公司以租赁方式获得现有土地使用权	20
图 45: 公司非胶业务收入近几年扩张明显	20
表 1: 橡胶树生长周期较长, 新胶树 9-11 龄才进入旺产期	5
表 2: 全球天然橡胶贸易格局一览 (单位: 千吨)	7
表 3: 中国天然橡胶消费总览: 新能源维持渗透, 商用车景气复苏, 全年汽车产量同比+10%, 轮胎产量同比+2%	15
表 4: 公司自产胶完全成本测算	18

天然橡胶：兼具农工化三重属性，短期节奏预计由工化属性主导

天然橡胶产自热带橡胶树，长期调节滞后，短期易受天气扰动

天然橡胶是由橡胶树割胶时流出的胶乳经凝固、干燥后而制得，而橡胶树属于典型的热带雨林树种，目前人工栽培的橡胶树主要分布于南北纬 10° 内的热带地区。天然橡胶供给调节高度滞后，新种植的橡胶树从种植到产胶需要 6-7 年，之后经过 3-5 年，即树龄达到 9-11 年后，才会进入旺产期并持续 20-25 年。而且由于主要产区地处季风气候带，年产出较易受降水波动影响。

表1: 橡胶树生长周期较长，新胶树 9-11 龄才进入旺产期

阶段	树龄	产出特点
苗期	持续 1.5-2 年，即 1.5-2 龄结束	从播种、发芽到开始分枝
幼树期	持续 3-4 年，即 5-7 龄结束	从分枝到开割
初产期	持续 3-5 年，即 9-11 龄结束	开始割胶，产量逐步上升
旺产期	持续 20-25 年，即 30-40 龄结束	产量稳定
降产衰老期	35-40+ 龄	失去经济价值

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图1: 亚洲主要天然橡胶产区多处于季风气候带，当季橡胶产出较易受降水波动影响



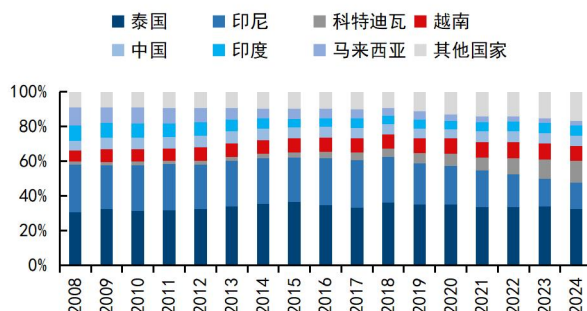
资料来源：百度地图，橡胶童话公众号，国信证券经济研究所整理

图2: 2024 年全球天然橡胶产量为 1391 万吨



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图3: 全球天然橡胶产量分布（按国家）

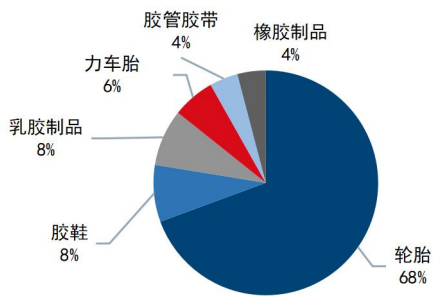


资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

70%天然橡胶用于轮胎生产，下游消费景气高度绑定汽车工业

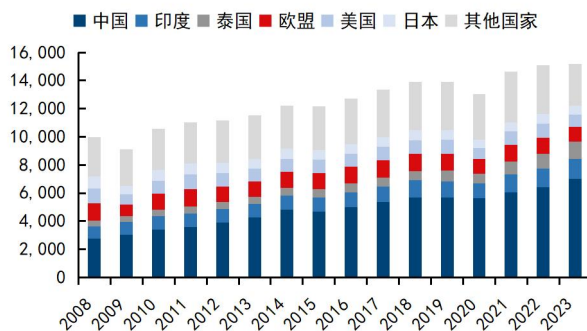
70%天然橡胶用于轮胎生产，消费景气高度绑定汽车工业。①弹性：天然橡胶具有非常高的弹性，能够在受力后迅速恢复原状；②耐磨损性、耐化学性：天然橡胶具有良好的耐磨损性，且对许多化学品具有良好的耐受性，可以在非常广泛的温度和化学环境下表现出稳定性；③ 防水性、电绝缘性：天然橡胶具有优异的防水性能，同时具有较高的电阻率，是一种优良的电绝缘材料。得益于上述性能，天然橡胶成为轮胎生产天然优质原料。根据卓创资讯统计，目前国内约 70%天然橡胶被用于生产汽车轮胎，消费景气和汽车工业高度绑定。

图4: 国内约 70%的天然橡胶被用于轮胎生产



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图5: 2024 年全球天然总消费 1537 万吨



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

国内供给高度依赖进口，决定了内外景气的高度联动。天然橡胶消费集中分布于轮胎生产大国，其中中国是第一大消费国，2024 年天然橡胶消费量为 699 万吨，于全球总消费量中的占比为 45%。中国自产量只有 90 万吨左右，因此也是全球最大天然橡胶进口国，2023 年份额接近 50%。

表2: 全球天然橡胶贸易格局一览 (单位: 千吨)

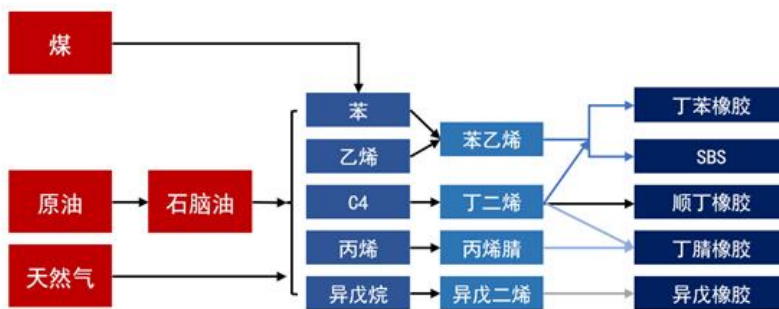
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球						
产量	13,730.00	13,877.30	13,650.00	14,230.00	14,244.90	13,908.00
消费量	13,888.40	13,908.00	13,036.00	14,620.00	15,092.80	15,173.10
进口量	12,638.70	12,259.30	11,906.00	13,006.00	14,054.00	13,074.00
贸易比	91.00%	88.15%	91.33%	88.96%	93.12%	86.17%
主要顺差国						
泰国						
产量	4,973.50	4,851.40	4,786.70	4,757.40	4,785.80	4,707.30
产量占比	36.22%	34.96%	35.07%	33.43%	33.60%	33.85%
出口量	4,300.60	3,978.20	3,785.10	4,134.20	4,451.70	4,032.70
贸易份额	34.03%	32.45%	31.79%	31.79%	31.68%	30.85%
印尼						
产量	3,630.30	3,301.40	3,037.30	3,045.30	2,717.40	2,240.90
产量占比	26.44%	23.79%	22.25%	21.40%	19.08%	16.11%
出口量	2,954.20	2,582.50	2,455.70	2,385.20	2,083.90	1,791.40
贸易份额	23.37%	21.07%	20.63%	18.34%	14.83%	13.70%
科特迪瓦						
产量	624.20	815.00	950.00	1,047.00	1,286.00	1,548.00
产量占比	4.55%	5.87%	6.96%	7.36%	9.03%	11.13%
出口量	686.93	876.18	1,096.69	1,323.13	1,431.18	1,870.76
贸易份额	5.44%	7.15%	9.21%	10.17%	10.18%	14.31%
越南						
产量	1,138.70	1,182.50	1,226.10	1,271.90	1,339.50	1,270.30
产量占比	8.29%	8.52%	8.98%	8.94%	9.40%	9.13%
出口量	1,500.10	1,637.20	1,670.80	1,875.80	2,031.10	2,043.70
贸易份额	11.87%	13.35%	14.03%	14.42%	14.45%	15.63%
主要逆差国						
中国						
消费量	5,692.00	5,674.00	5,647.00	6,062.90	6,408.00	7,001.20
消费占比	40.98%	40.80%	43.32%	41.47%	42.46%	46.14%
进口量	5,409.80	5,057.70	5,674.20	5,131.50	5,796.10	6,327.40
贸易份额	42.80%	41.26%	47.66%	39.45%	41.24%	48.40%
印度						
消费量	1,220.30	1,143.60	1,040.50	1,256.50	1,325.00	1,408.00
消费占比	8.79%	8.22%	7.98%	8.59%	8.78%	9.28%
进口量	601.20	487.40	377.80	525.40	561.90	481.80
贸易份额	4.76%	3.98%	3.17%	4.04%	4.00%	3.69%
欧盟						
消费量	1,230.90	1,188.00	1,025.00	1,168.00	1,154.00	1,085.00
消费占比	8.86%	8.54%	7.86%	7.99%	7.65%	7.15%
进口量	1,597.00	1,557.00	1,004.00	1,255.00	1,354.00	1,015.00
贸易份额	12.64%	12.70%	8.43%	9.65%	9.63%	7.76%

资料来源: ANRPC, FAO, 国信证券经济研究所整理 (注: 顺差国贸易份额按“出口量/全球进口量”估算; 逆差国贸易份额按“进口量/全球进口量”估算)

合成胶部分替代天然橡胶, 石化链景气影响天然橡胶需求和估值

上世纪初为应对汽车工业快速发展导致的天然橡胶短缺问题, 德国和苏联在1930s以丁二烯作为单体合成了早期的顺丁橡胶(BR), 此后又利用丁二烯和苯乙烯共聚发明了丁苯橡胶(SBR)和苯乙烯类嵌段共聚物(SBS), 目前三者已成为最重要的合成橡胶品种, 于我国合成橡胶产量中的占比高达80%。

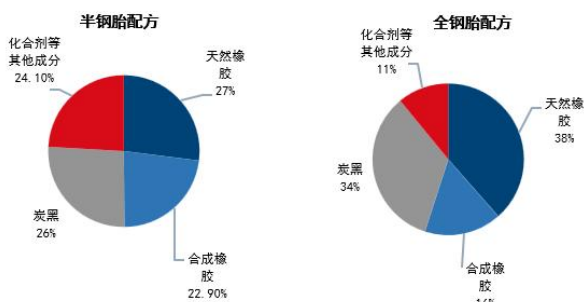
图6: 合成橡胶上游原料来自石化产业



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

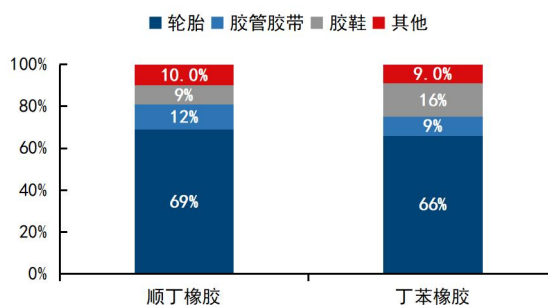
轮胎生产过程中, 天然橡胶和合成橡胶一般配合使用, 这样一方面能够通过天然橡胶保证胎面等关键部位弹性和强度, 另一方面也通过合成橡胶提升了耐磨和抗老化能力并降低轮胎生产成本。受上述替代属性影响, 当合成橡胶和天然橡胶价差扩大时, 轮胎企业存在调节配方动力, 因此合成橡胶和天然橡胶价格高度正相关。

图7: 轮胎生产过程中, 天然橡胶和合成橡胶一般配合使用



资料来源: 轮胎世界网; 王晓雷、王坤、张明香, 《全钢工程机械子午线轮胎胎面胶配方的优化》, 轮胎工业, 2022年05期, 299-302; 国信证券经济研究所整理

图8: 国内 60-70%的合成橡胶用于轮胎生产



资料来源: 中商产业研究院, 国信证券经济研究所整理

图9: 天然橡胶和合成橡胶使用比例会出现波动

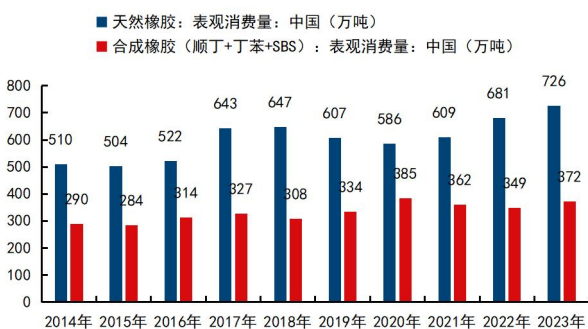


图10: 合成橡胶和天然橡胶价格高度正相关



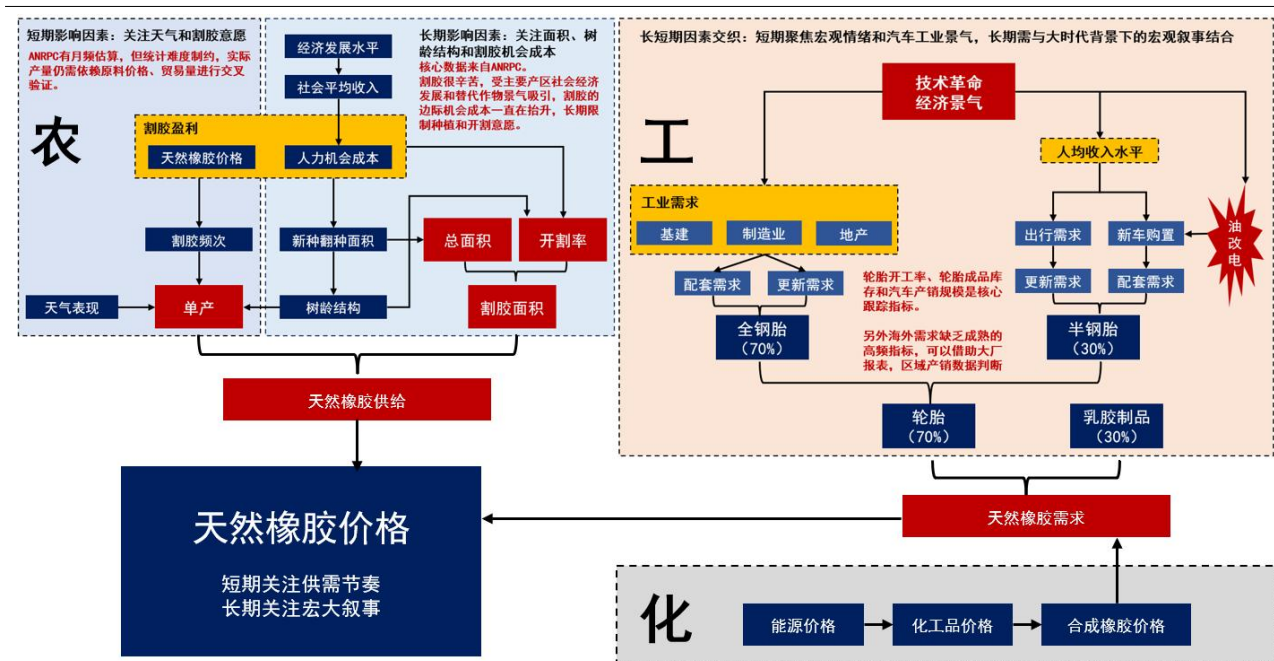
资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

资料来源：化工在线，中国橡胶信息贸易网，国信证券经济研究所整理

框架总结：短期关注供需节奏，长期关注大时代背景下的宏观叙事

三重属性决定了天然橡胶框架的复杂性，长短期驱动因素、跟踪指标均有差异，下面展开论述。

图11：天然橡胶价格具备明显季节性特征（山东全乳胶市价，元/吨）



资料来源：中国橡胶信息贸易网，国信证券经济研究所整理（注：五年平均取 2021-2025 年当期价格均值）

一年维度看，天然橡胶价格具备明显季节性特征，当前价格节奏由工化属性主导。梳理近五年天然橡胶价格可以看到，年内胶价高点通常出现在 Q1 或下半年。其中 Q1 是停割期，同时是国内开工季，因此工化属性主导，价格受宏观因素影响大，核心关注春节后的下游开工表现和石化链景气催化。而下半年既是旺产期也是产区雨季，极易出现强降雨导致减产等突发事件，另外 9-10 月是国内外补库关键时间，因此这一阶段需核心关注产区物候和下游开工情况。

长期维度看，天然橡胶 20 年一轮大周期，新周期正蓄势待发。1960 年以来，天然橡胶价格大致经历三轮完整周期，每轮周期的持续时间为 20 年左右，这主要受新胶树 10 年左右进入旺产期的特征决定。从价格具体走势来看，天然橡胶是强顺周期品种，因此产能限制作为慢变量决定中枢和牛市持续时间，而行情的爆发力需要与大时代背景下的宏观叙事结合，大周期往往发生于全球或主要经济体的景气上行阶段。当前全球产能受前期缩种和当下树龄老化影响，产量天花板已经开始显现，天然橡胶价格自 2023 年 5 月新开割季以来已经基本确认长期拐点，同时下游正处 AI 产业爆发前夕，新周期蓄势待发。

图12: 天然橡胶价格具备明显季节性特征 (山东全乳胶市价, 元/吨)



资料来源: 中国橡胶信息贸易网, 国信证券经济研究所整理 (注: 五年平均取 2021-2025 年当期价格均值)

图13: 1960 以来, 天然橡胶价格已经历三轮大周期, 每轮的持续时间在 20 年左右



资料来源: 世界银行, 国信证券经济研究所整理

2026 年价格展望：短期合成胶涨价抬估值，长期产能瓶颈显现，易涨难跌

合成胶走强有望支撑年内天然橡胶需求

近期受国内外部分厂商检修降负影响，丁二烯价格 V 型反弹，同步带动下游合成橡胶价格走强。据化工在线统计，截至 2026 年 1 月 23 日，国内丁二烯现货价为 10700 元/吨，年初至今累计上涨 28%，较 2025 年 11 月初低点累计上涨 57%；顺丁橡胶现货价为 12500 元/吨，年初至今累计上涨 11%，较 2025 年 11 月初低点累计上涨 23%。

图14：近期国内丁二烯价格 V 型反弹，同步带动下游合成橡胶价格走强



资料来源：化工在线，国信证券经济研究所整理

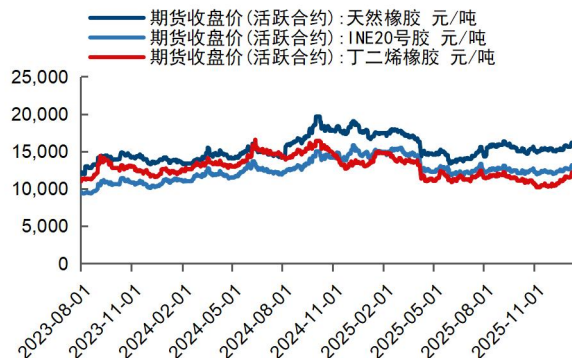
短期丁二烯及合成胶预计保持偏强走势，有望带动天然橡胶需求。从供给侧来看，中化泉州、上海石化、茂名石化受前期火情、加工利润偏低等原因影响已进入停车或降负状态，另外福建联合、海南炼化装置后续也有检修计划。同时受原油反弹、海外涨价影响，进口丁二烯利润窗口也在收缩，短期国内丁二烯供应预计维持偏紧。从需求端来看，当前下游轮胎厂正处节前备货阶段，合成橡胶开工率高位运行。综合来看，短期合成橡胶有望保持偏强走势，进而同步带动天然橡胶价格。

图15：近期国内合成橡胶开工率持续走强



资料来源：同花顺金融，国信证券经济研究所整理

图16：近期合成胶及天然橡胶期货价格同比走强



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

原油底部蓄势，反内卷情绪支撑，年内价格存在进一步走强可能。近期基于对美以和伊朗地缘冲突的担忧，国际原油价格筑底回升。当前有色牛市背景下，原油相对估值处于历史底部，后续若战事发酵，有望进一步走强。另外近期国内纵深建设全国统一大市场、深入整治“内卷式”竞争正迎来密集政策部署，此次并非单纯行政手段，而是从制度上优化竞争机制，化工链作为相关重点领域，有望受益。综合来看，受上游原料成本和反内卷政策共同支撑，合成橡胶 2026 年价格易涨难跌，价格若进一步走强有望支撑天然橡胶需求和估值。

图17: 年初至今，国际原油期货价格已累计上涨 8.27%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图18: 反内卷政策有望支撑化工链景气



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

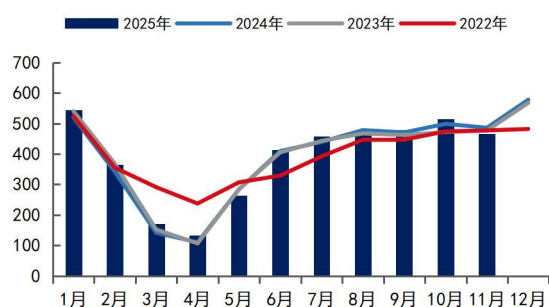
主产区新季增产乏力，长期产能瓶颈显现

泰国增产有限，印尼维持减产，2025 年全球主产区产量预计微增。全球前三大产区中，年初高价刺激割胶积极性，泰国东北部产量增加，但下半年受降雨及地缘冲突影响，产量短期受限，全年预计小幅增产；印尼受制于树龄老化和替代作物冲击，继续维持大幅减产；科特迪瓦产量维持释放，但增速明显放缓，全年预计较 2024 年增产 5-10%。综合来看，根据 ANRPC 于 11 月最新预估，2025 年全球天然橡胶产量预计为 1489 万吨，同比增幅 1.3%。

价格验证：产区原料价格维持近年高位水平。截至 2026 年 1 月 9 日，泰国当地杯胶最新均价 51.50 泰铢/kg，月环比+6.19%，同比-9.65%。

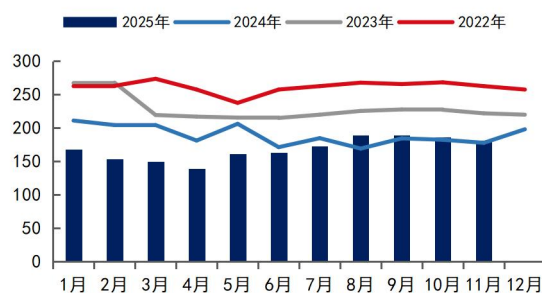
贸易验证：前期库存释放，全球贸易量有所回升，但下半年增势明显放缓。据隆众资讯统计，泰国 2025 年 11 月天然橡胶对全球出口量 37.59 万吨，环比-8.26%，同比-4.13%，受洪水和泰柬冲突影响，生产和出口短期均受冲击；2025 年累计对全球出口 461.01 万吨，同比+6.74%，受前期二盘商和加工厂积压库存释放影响，出口增幅更加明显。印尼受库存释放影响，年内出口前高后低，2025 年 1-11 月累计出口量 154.39 万吨，同比+3.52%，其中单 11 月对全球出口量 12.16 万吨，环比-10.22%，同比-14.28%。

图19: 泰国 2025 年增产有限, 25M1-11 累计产量同比+2.46% (万吨)



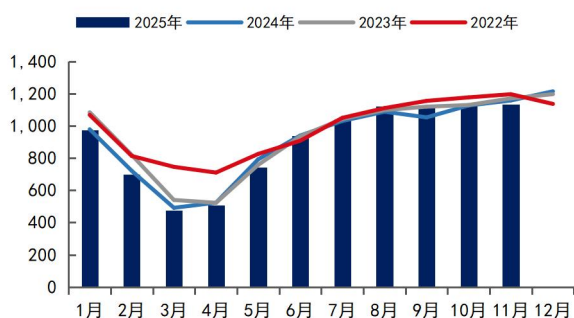
资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图20: 印尼 2025 年维持减产, 25M1-11 累计产量同比-10.75% (万吨)



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图21: 2025M1-11 ANRPC 成员国累计产量持平去年同期



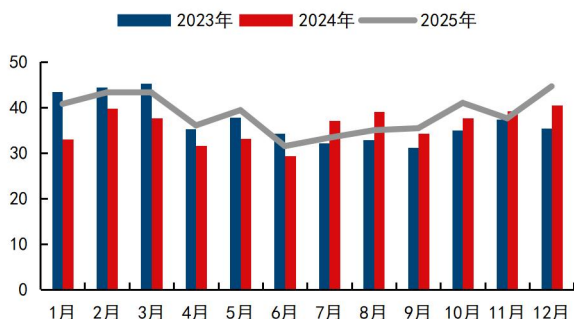
资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图22: 泰国杯胶价格维持高位



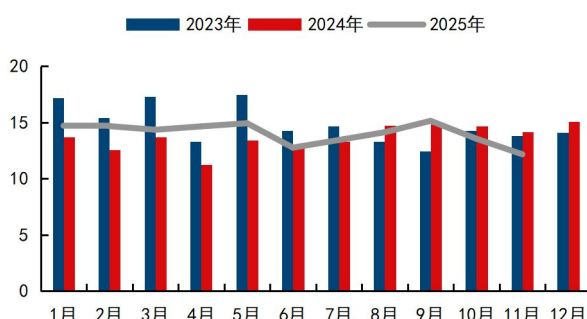
资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图23: 泰国下半年出口增势放缓, 2025 年累计出口同比+7%



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

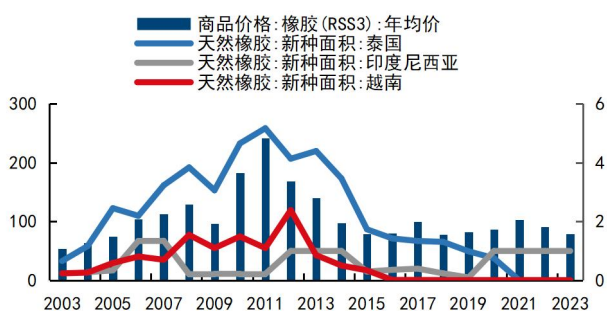
图24: 印尼 2025M1-11 累计出口同比+4%



资料来源: 隆众资讯, 国信证券经济研究所整理

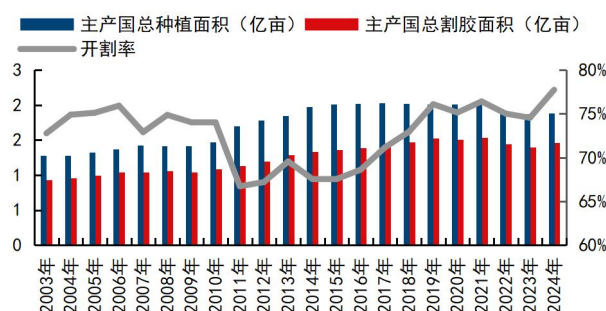
短期增产乏力本质是长期产能瓶颈的显现。（1）总面积方面，2011年以来天然橡胶行情持续回落，而同期棕榈、热带水果等替代经济作物效益明显更好，泰国、印尼、马来西亚等主产国扩种翻新胶树意愿较差，部分区域甚至出现砍树改种情况，因此近年种植总面积逐步回落。（2）割胶面积方面，由于前期部分新种胶树逐步开产，主产国胶树开割率自2015年前后开始逐步爬升，2024年预计将升至80%左右，但受总面积下滑影响，主产国总割胶面积见顶微落。（3）单产方面，印尼、马来西亚、泰国南部等传统产区自橡胶行情回落以来扩种翻新意愿较差，树龄结构老化问题近年正在凸显，同时行情持续低迷压制了胶工割胶积极性，最终导致胶树的单株利用率也出现下降，全球天然橡胶单产近年持续下滑。**综合来看，产量=总面积*开割率*单产，未来10年全球天然橡胶供应有望进入缩减周期。**

图25: 主产国扩种翻新面积 2011年以来持续收缩(美元/kg, 千公顷)



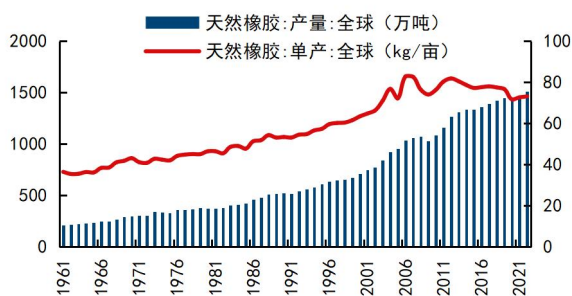
资料来源: ANRPC, 世界银行, 国信证券经济研究所整理

图26: 天然橡胶主产国总种植面积见顶回落



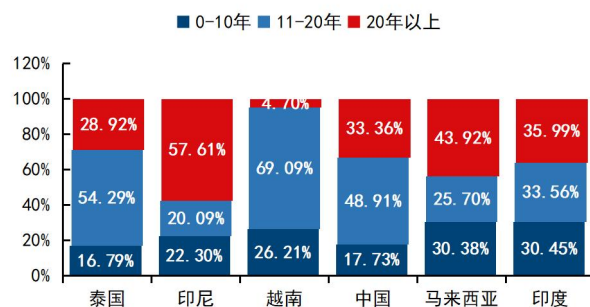
资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图27: 全球天然橡胶单产近年下滑明显



资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

图28: 主要产区树龄结构一览



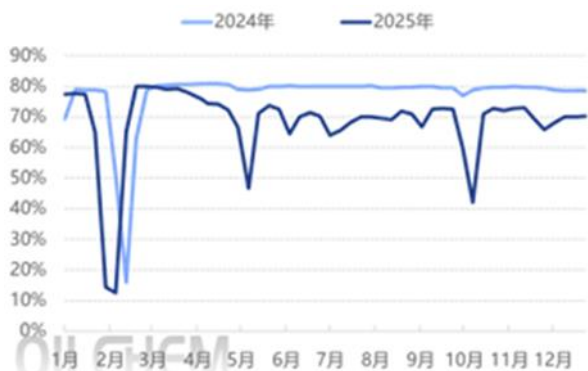
资料来源: ANRPC, 国信证券经济研究所整理

内需有韧性，海外有增量，有望支撑下游景气

国内方面，2026年补贴减少，新能源乘用车预计降速，但以旧换新补贴有望提供支撑。2025国内汽车产量维持增长，但下游轮胎累库限制产能利用率，半钢胎开工偏低。截至2026年1月22日，国内半钢胎开工率73.84%，同比+8.92pct，山东样本企业库存天数48.53天，同比+16.21%；全钢胎开工率62.53%，同比+22.14pct，山东样本企业库存天数46.80天，同比+1.34%（开工率同比偏高主要受今年春节偏晚影响）。2026年国内新能源汽车补贴减少但以旧换新补贴延续，

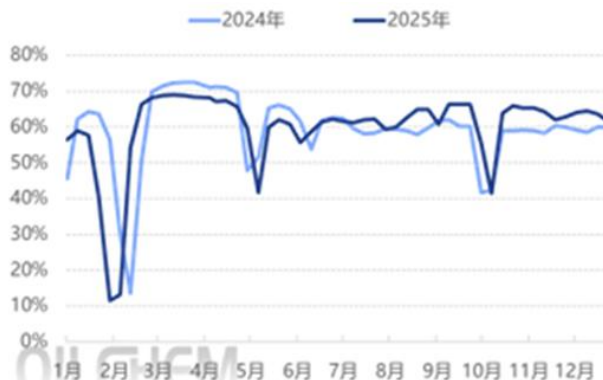
有望支撑汽车内销景气。另外海外新能源渗透较低，国内汽车出海有望贡献增量。

图29: 2025 年下游轮胎走货偏慢，半钢开工疲软



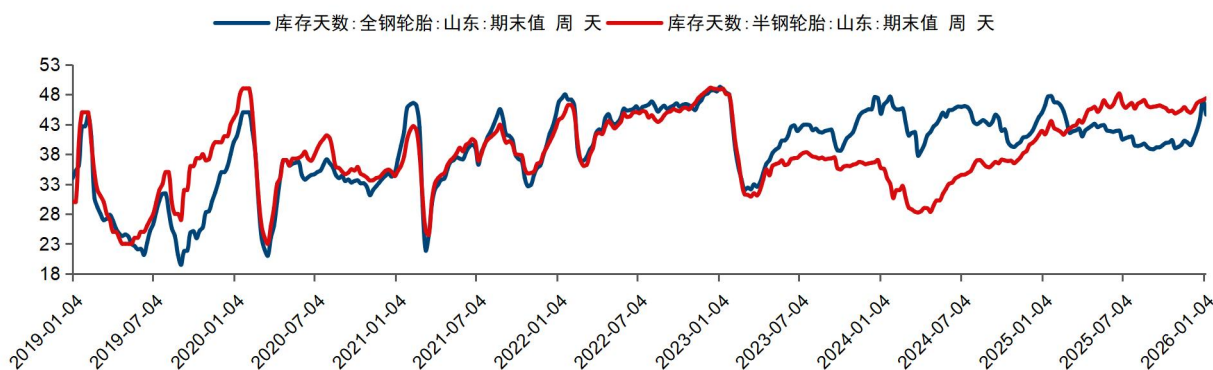
资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

图30: 全钢胎需求回暖，2025 年开工改善



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

图31: 最新山东半钢胎库存天数同比+16%，全钢胎库存天数同比+1%



资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

表3: 中国天然橡胶消费总览：新能源维持渗透，商用车景气复苏，全年汽车产量同比+10%，轮胎产量同比+2%

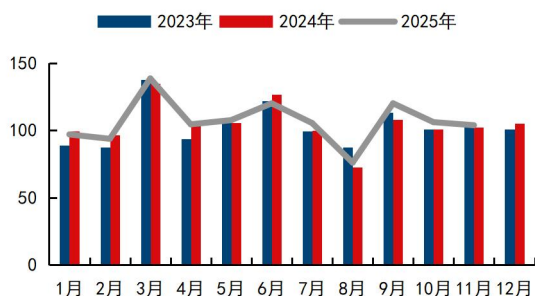
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
汽车总产量（万辆）	2,901.54	2,780.92	2,572.10	2,522.50	2,608.20	2,702.10	3,016.10	3,128.20	3,453.10
yoy	3.19%	-4.16%	-7.51%	-1.93%	3.40%	3.60%	11.62%	3.72%	10.39%
新能源车	79.40	127.05	124.19	136.61	354.49	705.82	958.65	1,288.77	1,662.60
yoy	53.58%	60.01%	-2.25%	10.01%	159.48%	99.11%	35.82%	34.44%	29.01%
乘用车	2,480.67	2,352.94	2,136.02	1,999.41	2,140.80	2,383.61	2,612.38	2,747.69	3,027.00
yoy	1.58%	-5.15%	-9.22%	-6.40%	7.07%	11.34%	9.60%	5.18%	10.17%
商用车	420.87	427.98	436.05	523.12	467.43	318.45	403.72	380.47	426.10
yoy	13.81%	1.69%	1.89%	19.97%	-10.65%	-31.87%	26.78%	-5.76%	11.99%
汽车总销量（万辆）	2,887.89	2,808.06	2,576.90	2,531.10	2,627.50	2,686.40	3,009.40	3,143.60	3,440.00
yoy	3.04%	-2.76%	-8.23%	-1.78%	3.81%	2.24%	12.02%	4.46%	9.43%
新能源车	77.70	125.60	120.60	136.70	352.10	688.70	949.50	1,286.60	1,649.00
yoy	53.25%	61.65%	-3.98%	13.35%	157.57%	95.60%	37.87%	35.50%	28.17%
乘用车	2,471.83	2,370.98	2,144.42	2,017.77	2,148.15	2,356.33	2,606.28	2,756.30	3,010.30

yoy	1.40%	-4.08%	-9.56%	-5.91%	6.46%	9.69%	10.61%	5.76%	9.22%
商用车	416.06	437.08	432.40	513.30	479.30	330.00	403.09	387.32	429.60
yoy	13.95%	5.05%	-1.07%	18.71%	-6.62%	-31.15%	22.15%	-3.91%	10.92%
轮胎产量（万条）	92,617.50	81,640.70	84,226.20	81,847.70	89,910.80	85,600.30	98,775.40	118,689.40	120,736.60
yoy	-2.20%	-11.85%	3.17%	-2.82%	9.85%	-4.79%	15.39%	20.16%	1.72%
半钢胎产量（万条）	49,400.00	49,261.00	50,253.00	46,089.00	49,656.00	49,853.00	62,093.00	66,225.00	68,426.00
yoy	3.78%	-0.28%	2.01%	-8.29%	7.74%	0.40%	24.55%	6.65%	3.32%
半钢胎开工率（%）	66.59	68.41	67.43	58.69	58.87	59.63	69.04	76.11	72.65
yoy	-3.43	1.82	-0.98	-8.74	0.18	0.76	9.41	7.07	-0.64
全钢胎产量（万条）	13,650.00	14,459.00	14,259.00	14,190.00	14,157.00	12,713.00	14,602.00	14,149.00	14,924.00
yoy	3.02%	5.93%	-1.38%	-0.48%	-0.23%	-10.20%	14.86%	-3.10%	5.48%
全钢胎开工率（%）	64.89	71.87	70.07	62.16	61.14	52.02	60.19	57.34	61.14
yoy	-1.76	6.98	-1.80	-7.91	-1.01	-9.12	8.17	-2.85	3.10
轮胎出口（万条）	48,378.00	48,658.00	50,089.00	47,719.00	59,173.00	55,305.00	61,745.00	68,076.00	70,162.00
yoy	3.00%	0.58%	2.94%	-4.73%	24.00%	-6.54%	11.64%	10.25%	3.06%

资料来源：中汽协，国家统计局，海关总署，中国橡胶信息贸易网，国信证券经济研究所整理

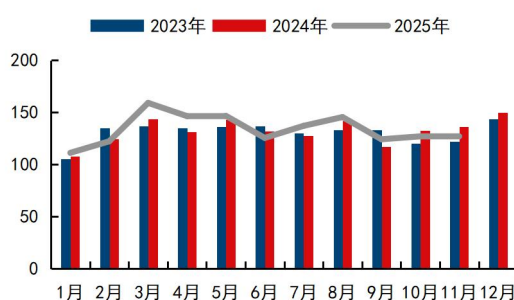
海外方面，主要消费国汽车销量维持景气，油改电长期有望支撑需求。2025M1-11 年欧美汽车销售维持景气，考虑到目前欧美新能源车渗透率目前仍较低，叠加未来自动驾驶推广，看好后续景气维持。

图32: 2025M1-M11 欧洲乘用车累计注册量同比+1.76%（欧盟+英国，万辆）



资料来源：欧洲汽车制造商协会，国信证券经济研究所整理

图33: 2025M1-M11 美国汽车累计销量同比+2.38%（万辆）



资料来源：同花顺金融，国信证券经济研究所整理

综合来看，2026 年天然橡胶供给受制于产能瓶颈预计难有增量，需求受益石化链景气修复以及国内外轮胎需求潜在增长，天然橡胶价格预计易涨难跌。

图34: 2025 年国内干胶累库幅度有限，库存仍处在偏低分位



资料来源：隆众资讯，国信证券经济研究所整理

图35: 天然橡胶（RU）期货价格近期呈筑底回升走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：核心推荐海南橡胶

公司介绍：业务覆盖天然橡胶产业种植、加工、贸易全链

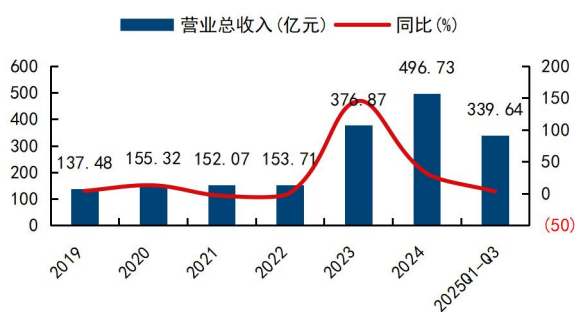
海南橡胶以天然橡胶种植加工销售为核心主业，目前公司旗下的标胶产品已涵盖全乳胶、5号标胶、20号标胶、子午线轮胎胶等主要品类且正积极向特种胶、橡胶深加工等领域纵深拓展。在种植环节，公司目前在全球经营管理的橡胶园面积390万亩（其中位于海南的橡胶园面积为333万亩），年产量在10万吨以上；在加工环节，公司年加工产能245万吨（含受托管理的KM公司）；在贸易环节，公司在全球范围的年贸易量已超400万吨（含受托管理的KM公司和ART公司），约占全球天然橡胶年消费量的27%，在全球天然橡胶产业中占据重要地位。

图36：海南橡胶是全球天然橡胶产业龙头，主业覆盖种植、加工、贸易全链



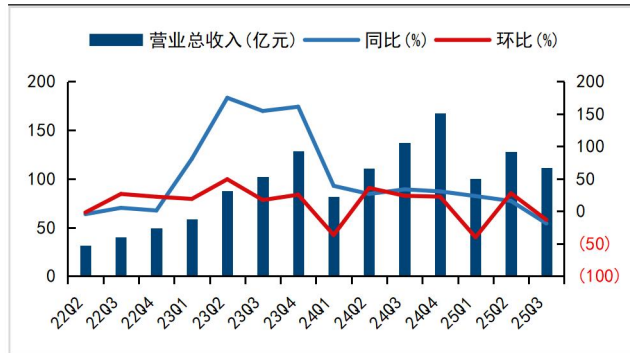
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图37：海南橡胶营业收入及增速



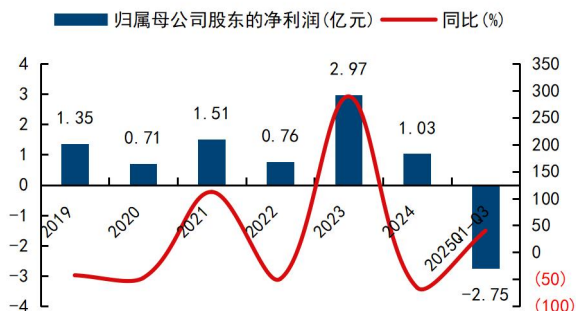
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图38：海南橡胶单季营业收入及增速



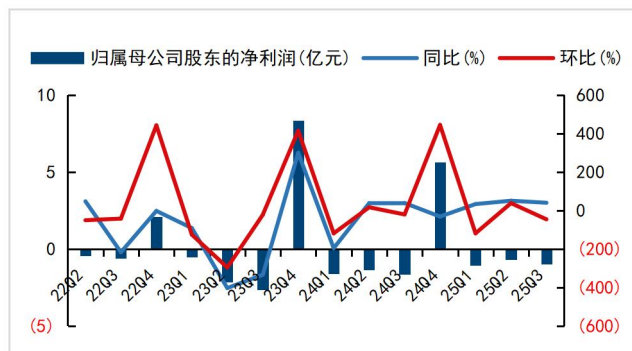
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图39: 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40: 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

盈利弹性：种植和加工贸易端均有望受益景气上行

◆ 种植端是公司核心盈利中心，充分受益景气上行

目前公司共经营管理土地 492 万亩、境内外天然橡胶种植基地共 29 个、天然橡胶种植园 390 万亩，是国内外少有的拥有大规模成片胶园的企业之一。同时，公司拥有七十多年的天然橡胶种植生产经验和成熟稳定的技术管理队伍。目前公司正打造 180 万亩省级标准胶园建设，年干胶生产能力预计超过 20 万吨。

公司加工贸易端受行业产能过剩，原料竞争激烈影响，目前基本不盈利，所以当前的核心盈利中心为种植端，是我们分析公司盈利弹性的核心关注。假设公司当前利润都来自种植端，在不考虑非经常损益中的营业外收支（主要为土地补偿款）、非流动资产处置损益以及当期非有效套保损益的情况下，可测算得到公司 2024 年完全成本在 2 万元左右。相较 2022 年增加明显的原因主要有两个：一个是并表 HAC 带来的额外运营费用以及并购贷款相关财务利息支出导致单吨摊销增加；另一个是 HAC 的非洲胶园尚处产能爬坡期且胶工水平尚待提高，可能在短期内拖累了单吨成本表现。

表4: 公司自产胶完全成本测算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	61.31	-264.04	228.64	135.15	71.12	150.76	76.40	297.12	103.39
非经常性损益-营业外收支 (百万元)	138.14	223.49	170.38	176.92	391.75	255.12	339.03	1,394.50	888.83
非经常性损益-非流动资产处置损益 (百万元)	368.74	-2.02	636.18	2.73	1.67	0.04	168.54	282.52	-158.56
非经常性损益-非有效套保损益 (百万元)	-51.42	156.12	188.89	38.72	-258.30	152.58	158.40	-205.56	-38.72
扣除“营业外&非流动资产处置&非有效套保”的归母净利润 (百万元)	-394.15	-641.63	-766.81	-83.22	-64.00	-256.98	-589.57	-1,174.34	-588.16
公司自有胶园橡胶年产量 (万吨)	12.09	10.68	13.56	11.83	9.02	10.13	10.94	13.88	11.67
单吨净利润-不考虑“营业外&非流动资产处置&非有效套保” (元)	-3,260.13	-6,007.77	-5,654.94	-703.47	-709.53	-2,536.82	-5,389.12	-8,460.66	-5,039.93
国内全乳胶年均价 (元/吨)	11,496.72	13,843.00	10,774.18	11,199.73	11,434.47	13,431.79	12,554.03	12,233.47	14,789.42
单吨完全成本-不考虑“营业外&非流动资产处置&非有效套保” (元)	14,756.85	19,850.77	16,429.12	11,903.20	12,144.00	15,968.61	17,943.15	20,694.13	19,829.35

资料来源：公司公告，隆众石化，国信证券经济研究所整理

综合上述分析来看，假设未来公司 20 万吨产能充分释放，且通过管理优化以及技术升级将单吨成本降至 17000 元左右，当天然橡胶年均价涨至 35000 元每吨左右时，公司单种植端潜在的利润释放空间有望达到 30-40 亿元。

图41：周期上行叠加成本优化，公司盈利有望持续改善

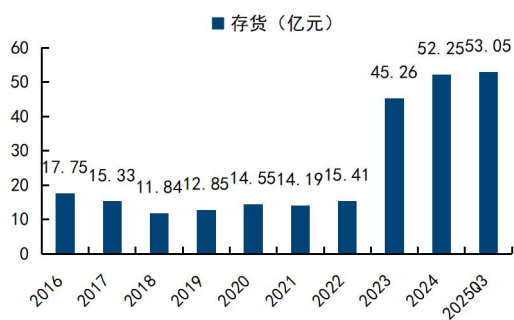
单吨成本 (元) \ 单吨价格 (元)	25000	30000	35000	40000	45000
20000	10	20	30	40	50
19000	12	22	32	42	52
18000	14	24	34	44	54
17000	16	26	36	46	56
16000	18	28	38	48	58
15000	20	30	40	50	60
14000	22	32	42	52	62
13000	24	34	44	54	64

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 行情上涨有望改善公司贸易端盈利

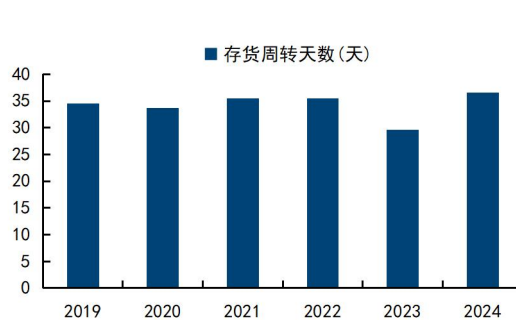
截至 2025 年三季度末，公司账上存货规模为 53 亿元，近年存货的平均流转周期大致为 30-40 天，后续若天然橡胶价格出现持续上涨行情，公司贸易库存升值有望持续贡献利润增厚，改善贸易端盈利表现。

图42：公司截至 2025Q3 末的存货规模超 50 亿元



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图43：公司存货周转天数大致为 30-40 天



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 公司正尝试拓展林下经济模式，积极发展非胶作物种植。

公司目前在海南岛内的胶园面积在 300 万亩以上，虽然大部分被限制用于橡胶树种植，但树下空间以及部分低产胶园尚未完全开发，未来再开发潜力较大。公司目前拥有高效农业种植面积超 10 万亩。近年来，公司积极利用海南自贸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，推动建立非胶产业种植管理、产品加工、品牌赋能、多元化销售模式一体化机制，

做大做优做强非胶产业。2024 年，公司非胶业务收入已接近 11 亿元以上，毛利率接近 20%，未来在非胶产品或额外租金带动下，公司自有胶园的单亩收益有望持续增厚。

图44: 公司以租赁方式获得现有土地使用权



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图45: 公司非胶业务收入近几年扩张明显



资料来源：海南农垦报，国信证券经济研究所整理

投资建议：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.0/2.4/4.5 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。

风险提示

宏观景气波动的风险

天然橡胶下游需求具备强顺周期属性，如果国内外宏观经济景气受贸易冲突等因素影响出现较大波动，可能会限制天然橡胶价格实际表现。

极端天气风险

公司已橡胶产品作为核心主业，自有胶园年产量在 10 万吨以上，橡胶年贸易量超 400 万吨（含受托管理的 KM 公司和 ART 公司），如果全球主要产区发生极端天气进而导致橡胶减产，公司主业规模及盈利将存在大幅下滑的风险。

期货套保亏损的风险

由于公司在实际经营过程需以期货套保平滑胶价波动风险，如果在交易过程中存在操作或判断不当的情况，或将造成公司出现一定亏损。

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.GSI）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±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±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

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提及的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