

海安集团（001233.SZ）：国内巨胎龙头，受益于份额提升以及采矿景气

庄怀超 Charles Zhuang

微信：zhuangcharles

电话：(852) 9748 7114

2026年1月22日

1. 全球领先的全钢巨胎领军企业
2. 巨胎长期以来由国际巨头垄断
3. 采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求
4. 募投项目为公司发展奠定基础
5. 盈利预测与风险提示

公司是国内巨型轮胎领导者

公司是国内巨型轮胎领导者。公司的主营业务包括巨型全钢工程机械子午线轮胎的研发、生产与销售，以及矿用轮胎运营管理业务。巨型全钢工程机械子午线轮胎是工程机械轮胎中极具特色的高端产品，其体积和质量巨大（最大轮胎外直径超过4米，最大质量接近6吨）、工作条件苛刻、不间断工作时间长，因此全钢巨胎产品的生产技术难度大，目前仅少数轮胎生产企业能够实现大规模量产。公司自2005年成立以来，一直专注于全钢巨胎产品的研发及生产，经过十几年的稳步发展，现已具备全系列型号全钢巨胎（轮辋直径49英寸及以上）的生产技术和量产能力，为国内外上百个矿山提供了全钢巨胎产品或服务。公司全钢巨胎产品具有可靠性强、一致性好、性价比高等特点，并凭借快速响应、持续改进、及时交货、精准定制等综合优势，逐步打破了国内全钢巨胎市场由国际三大品牌垄断的局面，实现了进口替代，推动了全钢巨胎的国产化进程。

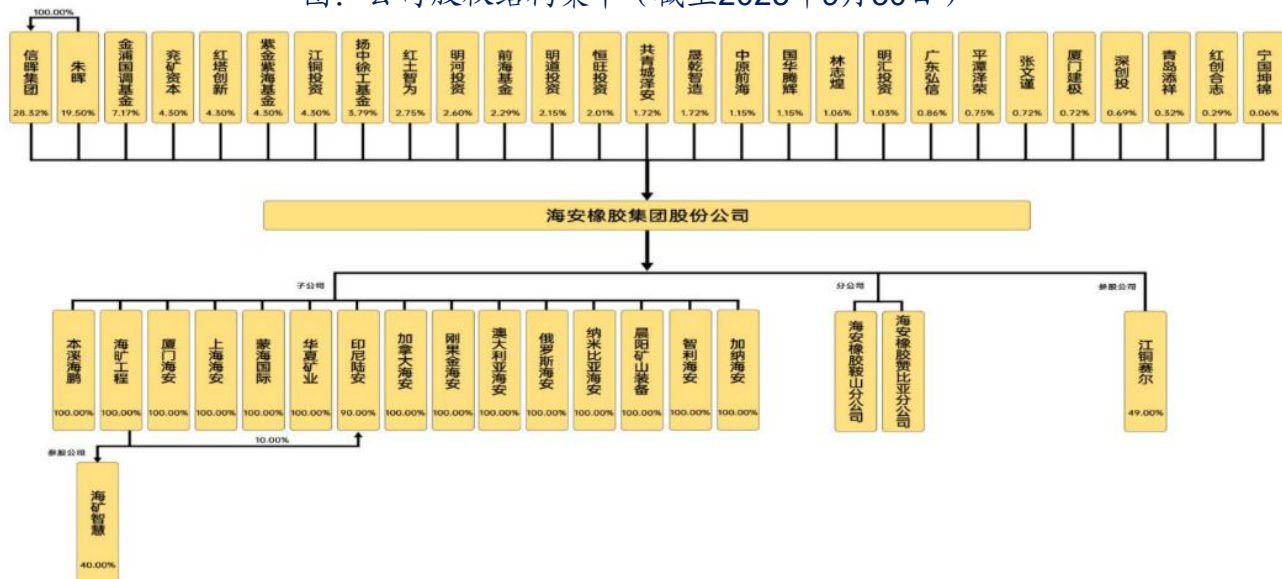
图：海安集团



朱晖先生为公司实际控制人

信晖集团为发行人控股股东，持有公司28.32%股份。朱晖先生为公司实际控制人，朱晖先生直接持有公司19.50%股份，并且通过信晖集团间接持有公司28.32%股份，合计持有公司47.82%股份。公司实际控制人朱晖先生创立海安集团前，主要为露天矿山、水电枢纽重点工程车辆使用的工程轮胎提供修补、翻新等服务，并在国内开展矿用轮胎运营管理业务。在多年的业务实践中，他针对工程轮胎在不同地区、不同矿山环境的使用情况，在配方、结构和工艺等方面积累了丰富的技术和经验。

图：公司股权结构集中（截至2025年9月30日）



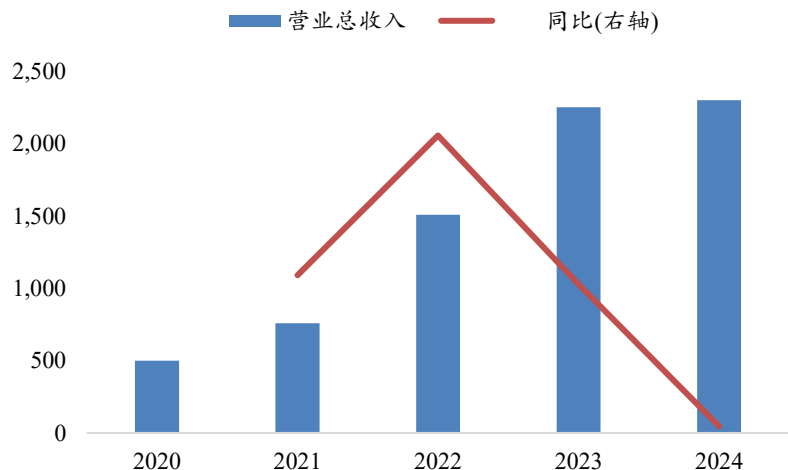
图：海安集团发展历程



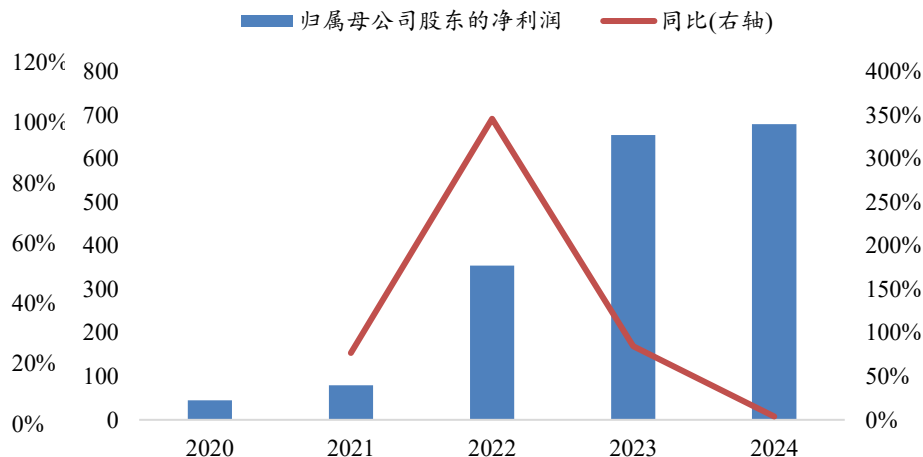
公司营收和利润实现较快增长

公司营收快速增长。公司在2020年至2024年的五年间，营业收入实现了显著且持续的增长，从2020年的498.46百万元攀升至2024年的2299.89百万元，累计增幅高达361%，展现出强劲的发展势头。2020-2022年，营业收入从498.46百万元迅猛增长至1508.30百万元，三年间规模扩大超过两倍，尤其是2021年至2022年，同比增速接近100%。

图：公司营业收入（单位：百万元）及其增速

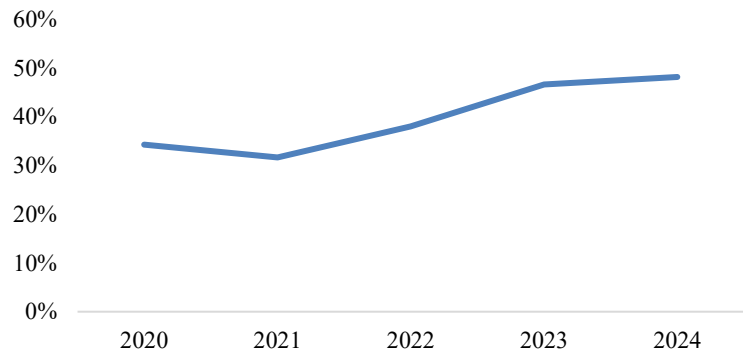


图：公司归母净利润（单位：百万元）及其增速



公司盈利能力稳中有进。2023年公司全钢巨胎产品的销售毛利率大幅上升，一方面系公司主要产品价格整体呈上升趋势，另一方面系公司主要原材料的采购价格下降，因此2023年公司全钢巨胎销售业务毛利率由2022年的46.70%上升至54.75%。2024年公司全钢巨胎产品销售毛利率相较于2023年度保持稳定。2023年公司矿用轮胎运营管理业务的毛利率有所下滑，主要原因包括公司因产能不足，采用外购的全钢巨胎增多，成本增加；个别矿山合同到期与公司续签合同时下调了矿用轮胎运营管理业务的服务单价；以及由于塞尔维亚物价上涨，塞尔维亚子公司员工薪酬上涨导致成本增加等。2024年，受部分矿点结算单价上调等因素影响，公司矿用轮胎运营管理业务毛利率较2023年度有所提升。

图：2020-2024年公司毛利率

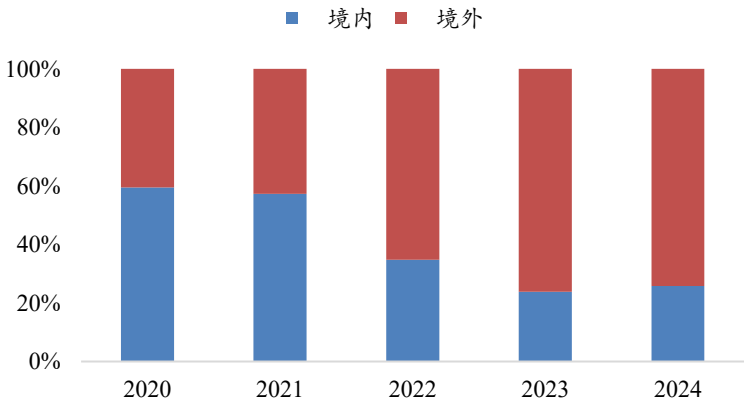


图：海安集团全球化布局



公司海外市场占比提升。公司境外收入快速增长并趋于稳定，尤其是2022年国际三大品牌全钢巨胎产品逐步退出俄罗斯市场，公司全钢巨胎产品在俄罗斯市场的销售规模大幅提升。2022-2024年，公司境外销售金额占主营业务收入比例分别为65.19%、76.16%以及74.23%，其中来自俄罗斯的境外收入占主营业务收入的比例分别为34.38%、49.58%以及44.16%；公司来自境外市场的收入规模及占比较大。公司自2016进入俄罗斯市场，公司早期与本地重要客户建立了合作关系，逐步积累了品牌信任。2022年公司准确把握市场机遇，与俄罗斯主要客户签署了长期大额销售合同，总金额达60亿元人民币。公司以自身高品质的全钢巨胎产品及服务快速满足俄罗斯市场需求。俄罗斯巨胎市场并非米其林、普利司通等国际品牌退出的“真空”地带，竞争持续存在，随着公司在俄罗斯市场进一步的深入开拓，俄罗斯客户数量仍在持续增长中，市场潜力仍然很大。

图：公司境外收入占比快速提高



公司在持续服务好现有客户的同时，积极开拓全球新市场

公司在持续服务好现有客户的同时，积极开拓全球新市场。公司主要客户包括国内外知名矿业公司、矿山机械主机厂商、采矿服务承包商以及轮胎贸易商。多年来公司通过稳定的产品质量和优质的客户服务，积累了丰富的客户资源，公司在发展过程中积累的部分核心客户如下。在俄罗斯，公司产品凭借多年积累的口碑已获广泛认可，客户数量持续增长，市场潜力依然巨大。与此同时，公司全球拓展成效显著，除俄罗斯市场外的其他境外市场，2023年以及2024年，成功开发了超过15个国家的30余家境外其他市场客户，覆盖澳大利亚、印尼、智利、厄瓜多尔及泰国等多个市场，随着相关客户对于公司产品的成功试用，未来存在大幅提高采购规模的可能。2025年以来，公司在秘鲁、刚果金、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、几内亚、加纳、印尼、南非等国家均有新开发客户。此外，紫金矿业、江西铜业集团在国内外多个矿产项目的持续扩产或推进并购整合，公司将积极参与其供应链配套。未来公司全钢巨胎及相关运营业务有望实现更强劲的业绩增长。

图：公司在发展过程中积累的部分核心客户



公司围绕全钢巨胎的性能提升与生产优化，形成了多元化的技术储备

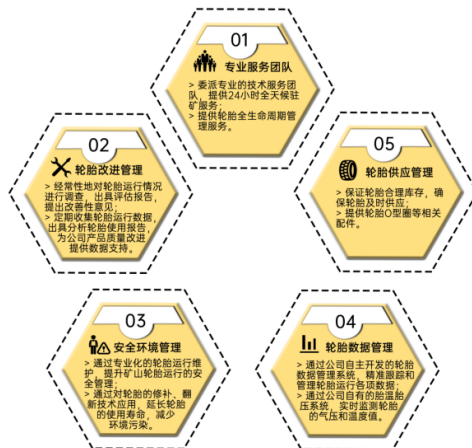
公司处于产业链中游，专注于全钢巨胎领域。公司围绕全钢巨胎的性能提升与生产优化，形成了多元化的技术储备，主要覆盖材料、工艺、检测等关键领域，具体有碳纳米管（多壁、单壁）、湿法混炼技术、硫化热板分离和模拟仿真技术、无损检测技术、天然胶液体黄金技术、液相炭黑合成胶技术等。这些系统性的技术储备，加上公司持续的创新机制，共同构成了公司先进的全钢巨胎生产体系，是保持产品竞争力和技术先进性的核心基础。经过长期的技术沉淀，已成功研制并量产从49英寸到63英寸的全系列规格的全钢巨胎产品，包括R49、R51、R57和R63等全系列规格产品。全钢巨胎的规格参数根据轮胎扁平率的不同分为两种表现形式。公司全钢巨胎产品根据轮辋直径可分为49英寸、51英寸、57英寸和63英寸四大类别。在同一轮辋直径下，还可能包含多种不同规格与型号。重量方面，49英寸产品约为1.5吨，51英寸产品约为1.5吨至3.0吨，57英寸产品约为3吨至4.5吨，63英寸产品约为4.5吨至6吨。

图：27.00R49规格全钢巨胎参数解析



公司为客户提供矿用轮胎运营管理服务。在该业务模式下，合同对方一般为矿山所有者或采矿服务承包商，其拥有数量不等的矿用重型自卸车及其它辅助车辆等，公司不仅负责全钢巨胎的供应，同时提供包括轮胎日常维护、气压管控、保养、维修、拆装、储运、运行分析等与轮胎有关的全生命周期运营管理服务。在该模式下，公司在客户的矿山设立项目部，配备相应的专业化团队，并定期或不定期与客户进行技术交流，以优质的专业化服务满足客户需求。当客户希望提升生产安全及供应链安全，提升矿卡出勤效率，降低综合用胎成本时，这种深度合作的模式便成为更优选择。在公司的矿用轮胎运营服务业务中，成本主要由轮胎消耗成本、直接人工成本及间接费用三部分构成。其中，轮胎消耗成本是最主要的成本项目，约占运营管理总成本的70%；直接人工与间接费用占比相对较小，各自约占百分之十几。

图：矿用轮胎运营服务业务的经营模式



1. 全球领先的全钢巨胎领军企业
2. 巨胎长期以来由国际巨头垄断
3. 采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求
4. 募投项目为公司发展奠定基础
5. 盈利预测与风险提示

巨胎为标准轮辋直径在 49 英寸及以上的工程胎

工程机械轮胎，是指用于轮式车辆与工程机械上的充气轮胎，包括用于重型自卸汽车、装载机、挖掘机、铲运机、推土机和压路机等的一种类型轮胎。行业内通常将标准轮辋直径在 49 英寸及以上、承载量在 90 吨及以上车辆使用的轮胎称为巨型工程机械轮胎。按照胎体结构的不同，可分为全钢巨胎及斜交巨胎，斜交巨胎因其生热大、承载能力小、使用寿命短、安全系数低，目前已逐步被市场淘汰。全钢巨胎承载量大、连续工作时间长、作业场地条件恶劣，要求轮胎具备刚性大、耐切割、耐刺扎、耐磨耗、弹性好、生热低、散热快等特性，因此全钢巨胎产品具有研发难度大、研制周期长、技术含量高等特点。公司自成立以来，始终专注于全钢巨胎领域，经过长期的技术沉淀，已成功研制并量产从 49 英寸到 63 英寸的全系列规格的全钢巨胎产品，包括 R49、R51、R57 和 R63 等全系列规格产品。

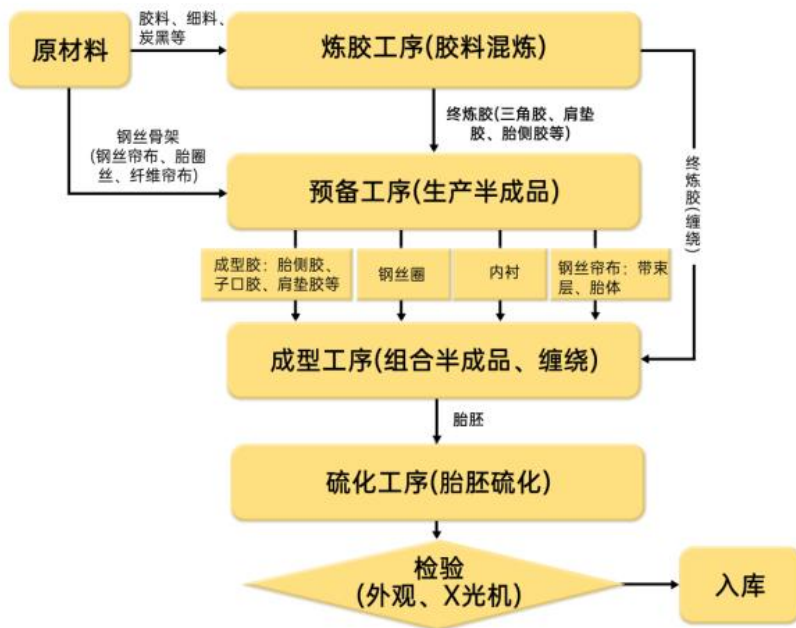
图：公司员工与轮辋直径63英寸全钢巨胎



全钢巨胎核心技术包括配方、结构和工艺三个方面

公司核心技术分为配方、结构和工艺三个主要方面，涉及炼胶、预备、成型以及硫化等主要工序。公司主要产品为全钢巨胎，主要生产工艺流程如下：

图：全钢巨胎主要生产工艺流程



巨胎长期以来由国际巨头垄断。巨型工程子午胎具有技术壁垒高、投资周期长、客户粘性强等特点，长期以来由国际轮胎巨头企业法国米其林、日本普利司通、美国固特异所垄断，形成了较为明显的先发优势。从供给端来看，由于巨胎具有承载能力大、耐磨性强、使用环境恶劣、连续运行时间长、生产技术难度大等特点，全球仅有少部分轮胎制造企业具备大规模批量生产巨胎的能力，国际三大品牌（米其林、普利司通、固特异）在全钢巨胎领域的全球市场占据主要份额。根据弗若斯特沙利文《巨型全钢子午线工程轮胎行业研究报告》预计，2024 年，全球工程巨胎销量约为35.2万条，其中，巨型工程子午胎产能约为29.0万条。根据上述市场规模数据测算，2024年度，公司巨型工程子午胎销量达到 5925 条，占全球巨型工程子午胎市场份额约为2.04%；海安橡胶为国内工程子午巨胎销量领先的轮胎企业之一，2024年度，海安橡胶巨型工程子午胎销量达到 1.51万条，占全球巨型工程子午胎市场份额约为 5.20%。

表：国际三大品牌在全钢巨胎领域的全球市场具体市场份额分布

单位：万条				
序号	企业名称	装置地点	2022年产能情况	占比
1	米其林	欧洲/北美/南美	10.00	32.30%
2	普利司通	日本/北美/欧洲	12.50	40.30%
3	固特异	美国/欧洲	5.50	17.70%
4	横滨	日本	0.50	1.60%
5	其他	中国	2.50	8.10%
合计			31.00	100.00%

国内少数轮胎厂商在巨胎方面实现了实质性的突破



由于巨型子午胎产品拥有很高的技术壁垒，国内巨型子午胎行业发展相对缓慢。近年来，通过持续不断的资金与技术投入，国内少数轮胎厂商在巨胎的制造技术和生产能力方面实现了实质性的突破，市场份额逐渐提升。根据公开信息检索，截至2025年，国内已经具备巨型子午胎生产能力的轮胎制造企业主要为8家，分别为海安橡胶、赛轮轮胎、风神股份、兴源集团、三角轮胎、中策橡胶、玲珑轮胎、贵州轮胎。三大国际轮胎生产巨头和八家国内轮胎制造企业成为了当前巨型工程子午胎最主要的生产商。

表：企业首条巨胎产品下线时间

序号	公司名称	首条巨胎产品下线时间
1	海安橡胶	2008年
2	赛轮轮胎	2009年
3	兴源集团	非上市公司，未披露
4	三角轮胎	2002年
5	中策橡胶	2017年（中策橡胶2022 年通过收购天津国际联合旗下轮胎工厂进入全钢巨胎领域）
6	玲珑轮胎	2024年
7	贵州轮胎	2007年
8	风神股份	2015年

表：国内轮胎企业在巨型轮胎行业的产品布局

公司名称	49英寸	51英寸	57英寸	63英寸
海安橡胶				
赛轮轮胎				
兴源集团				
三角轮胎				
中策橡胶				
玲珑轮胎				
贵州轮胎				
风神股份				

资料来源：关于风神轮胎股份有限公司向特定对象发行股票申请文件的审核问询函中有关财务会计问题的专项说明，OpenDeIP研究所

近年来，国内轮胎企业长期坚持在巨胎领域持续进行研发投入及技术创新，产品质量不断取得突破，逐步获得了下游客户的广泛认可，逐步填补了我国巨胎研发制造领域的空白，同时产品已开始批量出口至海外市场，进一步扩大了市场占有率与市场影响力。根据弗若斯特沙利文《巨型全钢子午线工程轮胎行业研究报告》，我国生产巨胎数量较多的企业为海安橡胶、赛轮轮胎、三角轮胎、中策橡胶等。海安橡胶是国内工程子午巨胎销量领先的轮胎企业之一。

表：国内主要巨胎生产企业对比

表：国内公司工程巨胎产能对比情况

公司名称	主营业务或主要产品	2024年营业收入（亿元）	2024年净利润（亿元）	巨胎主要产品
海安橡胶	主营业务是巨型全钢工程机械子午线轮胎的研发、生产与销售，以及矿用轮胎运营管理业务	23.00	6.79	具备49-63英寸全系列规格产品，且取得了下游客户的广泛认可；2024年度，产量1.53万条
赛轮轮胎	公司的轮胎产品主要分为半钢子午线轮胎、全钢子午线轮胎和非公路轮胎，广泛应用于轿车、轻型载重汽车、大型客车、货车、工程机械、特种车辆等领域	318.02	40.63	具备49-63英寸全系列产品规格生产技术，产品以57英寸及以下规格为主；产量未披露
三角轮胎	公司产品涵盖商用车胎、乘用车胎、工程胎、巨胎和特种车胎等类型，产品服务对象包括配套市场的各类汽车制造厂、工程机械厂，以及替换市场的广大轮胎经销商与消费者	101.56	11.03	
中策橡胶	公司主要从事全钢胎、半钢胎、斜交胎和车胎等轮胎产品的研发、生产和销售	392.55	37.87	以57英寸及以下规格产品为主，产量未披露

序号	公司名称	产能（万条/年）
1	海安橡胶	1.56，在建产能2.2万条
2	赛轮轮胎	1.47，未披露在建产能
3	风神股份	1.12，在建产能2万条
4	三角轮胎	0.20，未披露在建产能
5	中策橡胶	未披露

1. 全球领先的全钢巨胎领军企业
2. 巨胎长期以来由国际巨头垄断
3. 采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求
4. 募投项目为公司发展奠定基础
5. 盈利预测与风险提示

非公路用轮胎未来的市场需求仍将保持快速增长趋势。近年来，非公路用轮胎为全球轮胎市场快速发展的细分领域，非公路用轮胎产品的利润率也相对较高。按照轮胎用途不同，轮胎可分为公路用轮胎和非公路用轮胎，其中非公路用轮胎简称OTR，主要应用在大型农场、露天和地下采矿场、港口码头、建筑业或其他特殊领域等。非公路用轮胎的使用场景通常路面环境差，对轮胎的耐磨性、耐撕裂性和耐老化性要求很高。虽然我国为全球最大的轮胎生产国，但非公路用轮胎由于其应用路况复杂，生产工艺难度大，其供给主要集中在国际轮胎巨头企业。

表：公司部分产品，在矿用卡车上应用广泛

序号	装配机型情况
1	TEREX 5500矿用卡车装配的“陆安” 59/80R63轮胎
2	北方股份NTE240矿用卡车装配的“陆安” 50/80R57轮胎
3	别拉斯75306矿用卡车装配的“陆安” 46/90R57轮胎
4	别拉斯75131电传动矿用卡车装配的“陆安” 33.00R51轮胎
5	卡特彼勒777C矿用卡车装配的“陆安” 27.00R49轮胎

图：北方股份NTE240矿用卡车装配的“陆安” 50/80R57轮胎



采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求



采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求。全钢巨胎主要应用于露天矿场中使用的重型自卸车，作为重型自卸车日常运输的消耗品，全钢巨胎的市场需求与国际采矿业的发展息息相关，采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求。全钢巨胎作为重型矿用自卸卡车（负载90吨以上）的核心消耗品之一，根据加拿大Syncrude公司的研究，对于一个大型露天矿山中的车辆运营费用，轮胎消耗成本占比约为24%，其市场需求与全球采矿业的发展紧密相连。根据世界著名的矿山设备技术咨询服务公司Parker Bay Mining网站发布数据，目前全球活跃的大型露天矿数量合计有1615座，相应全球活跃的巨型矿卡数量约为6.39万辆。俄罗斯作为世界第一大矿产资源国，拥有全球约37%的矿产资源，其铁矿石、煤炭、铝储量均位居全球前三，黄金、铜等战略资源储量也名列前茅，这为全钢巨胎提供了持续且旺盛的市场需求。

表：全球活跃矿山数量（单位：个）

国家	煤矿	铜矿	铁矿	金矿	其他	合计
澳大利亚	68	3	31	24	88	214
巴西	1	3	14	4	8	30
加拿大	14	5	6	10	39	74
智利	1	28	4	1	18	52
中国	27	3	13	—	3	46
印度	45	—	9	—	25	79
印度尼西亚	39	—	—	3	49	91
墨西哥	3	3	4	8	16	34
秘鲁	—	11	1	5	6	23
俄罗斯	70	6	8	41	38	163
南非	21	—	5	1	48	75
美国	87	17	8	22	185	319
其他	62	45	19	71	218	415
世界合计	438	124	122	190	741	1,615

资料来源：海安集团招股说明书（注册稿），Parker Bay Mining（注：21 述表格中关于我国大型露天矿数量主要包括使用国际设备的活跃运营的矿山），OpenDeIP研究所

巨胎产品未来市场空间增长显著



巨胎产品的市场需求旺盛，市场规模较大，未来市场空间增长显著。主要地区的市场规模及市场空间分析如下：

表：主要地区的巨胎市场规模及市场空间

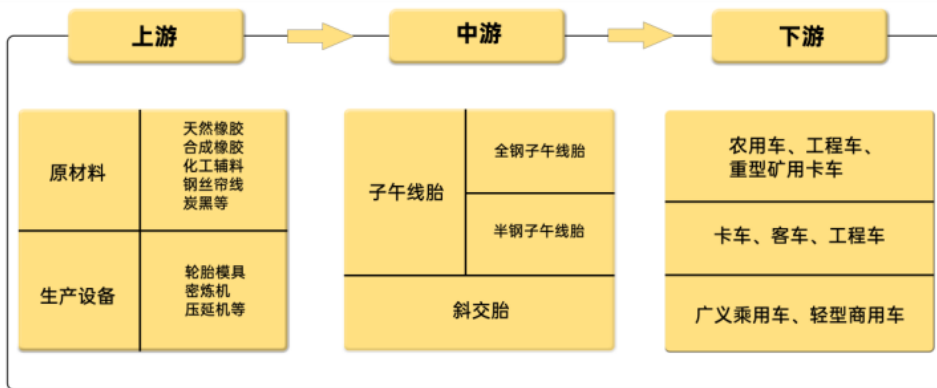
目标市场	年市场规模	市场空间分析	目标市场	年市场规模	市场空间分析
印度尼西亚	4.8万条	印度尼西亚所在的东盟地区镍、锡、钨、钾盐、铝土、金等矿产储量全球占比均超过20%，其中印度尼西亚镍储量位居全球第一位，锡储量位居全球第二位，金储量位居全球第六位，在产量方面，印度尼西亚镍、锡、煤产量分别排全球第一位、第二位和第三位。印度尼西亚、菲律宾等东盟地区的世界级金属矿山均由大型矿业公司勘探、开发，其中欧美公司超过80家，东盟本土公司超过160家，中国矿业公司超过60家	加拿大	1.7万条	加拿大拥有60多种矿产资源，其中钾碱产量居世界第1位，铀、镍、铌产量居世界第2位，原铝、钴、铂族金属、钻石产量居世界第3位。加拿大的矿业市场成熟发达，全球矿业领域约45%的上市公司在加拿大上市，总市值约达到5000余亿加元
俄罗斯	4.2万条	俄罗斯为世界第一大矿产资源国，拥有全球约37%的矿产资源，其中铁矿石、煤炭、铝的蕴藏量均位居全球前三位，黄金及铜的蕴藏量位居全球前五位，且锰、铅、锌、镍、锡、钴等矿产资源储量均位居世界前列。俄罗斯矿产资源潜力巨大，丰富的矿产资源是保障俄罗斯国内需求并实现对外出口的坚实基础，相关产业对俄罗斯经济发展起到了重要的支撑作用	美国	3.2万条	美国矿产资源禀赋世界排名第二，仅次于俄罗斯，在有数据可查的全球近70个矿种中，美国有27个矿种的储量居世界前列。美国具有成熟的矿业开发体系，在矿产开采、加工、运输等方面具有竞争优势
澳大利亚	3.4万条	澳大利亚是世界最大的锂生产国、第三大钴生产国和第四大稀土生产国。铁矿石、煤炭、黄金、铜、铝等是澳大利亚的主要矿产品，其中铁矿储量230亿吨，年产量9.2亿吨，储量和产量皆为世界第一；煤炭储量162亿吨，年产量5.65亿吨；铜储量9700万吨，位居世界第二；锂储量620万吨，年产量6.1万吨，位居世界第一；铝土矿储量51亿吨，位居世界第三	南非	1.1万条	南非是世界上黄金储量和产量最大的国家之一，拥有世界上最深的金矿，其黄金开采历史悠久。南非拥有长期的矿业开采历史和成熟的矿业管理体系，具备高水平的矿业技术和经验。
			智利	1.6万条	南美地区拥有丰富的矿产资源，其中包括铜、铁、锂、钾盐等多种重要矿产。智利和秘鲁的铜矿资源、巴西的铁矿资源以及玻利维亚的钾盐资源储量在世界上都名列前茅。“锂三角”地区吸引了众多国际矿业公司和投资，成为全球矿业投资的热点
			巴西	0.8万条	
			秘鲁	0.7万条	

不同矿种的周期性不一致降低了对公司的周期性影响

轮胎行业上游包括原材料以及生产设备等，主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、化工辅料、钢丝帘线、炭黑等，其中橡胶在成本中所占比重最高，通常约占40%-50%，炭黑、钢帘线成本占比分别约为10%-20%，原材料价格特别是橡胶价格的波动对于轮胎行业的生产成本影响较大。部分技术难度高或者有特殊应用需求的轮胎，对于原材料的品质或者生产设备的性能有着特殊要求。

不同矿种的周期性不一致降低了对公司的周期性影响。公司全钢巨胎产品主要应用于矿山开采，由于全球矿业活动受国际经济形势、国际贸易争端、矿产资源勘查、全球市场需求及生态环境约束等多方面的因素影响，具有一定的周期性，因而公司所在行业也存在一定的周期性。但由于公司全钢巨胎产品可应用于多种类型的矿山，如煤矿、铁矿、铜矿、金矿等，考虑到不同矿种的周期性情况并不完全一致，因此在一定程度上降低了对公司业务的周期性影响。

图：轮胎行业与上下游的关联性



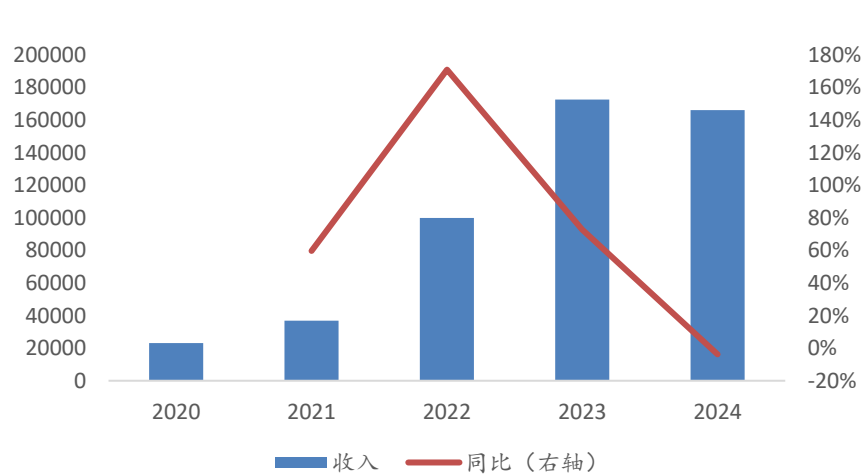
公司具备深厚的矿山服务基因与技术领先性。公司创始人自上世纪80年代便深耕矿山轮胎服务领域，使公司自创立之初就深刻理解矿山作业场景与客户需求。公司拥有国内领先、国际先进水平的巨胎技术研发与产品优势。2008年，公司与北京橡胶工业研究设计院合作研发成功的37.00R57规格产品，于2009年4月通过了中国石油和化学工业协会的科学技术成果鉴定。根据鉴定证书，该成果“形成了目前国内最大的57”规格工程子午线轮胎产品成套生产技术。该成套生产技术属国内首创。该技术将进一步加快具有我国自主知识产权巨型全钢工程机械轮胎的产业化进程。该项成套技术国内领先，产品性能达到国际同类产品先进水平”。2015年，双方合作研发成功的59/80R63规格全钢巨胎产品是目前全球最大尺寸的全钢巨胎产品，于2019年12月通过了中国石油和化学工业联合会的科学技术成果鉴定。

图：公司巨型轮胎开发进程

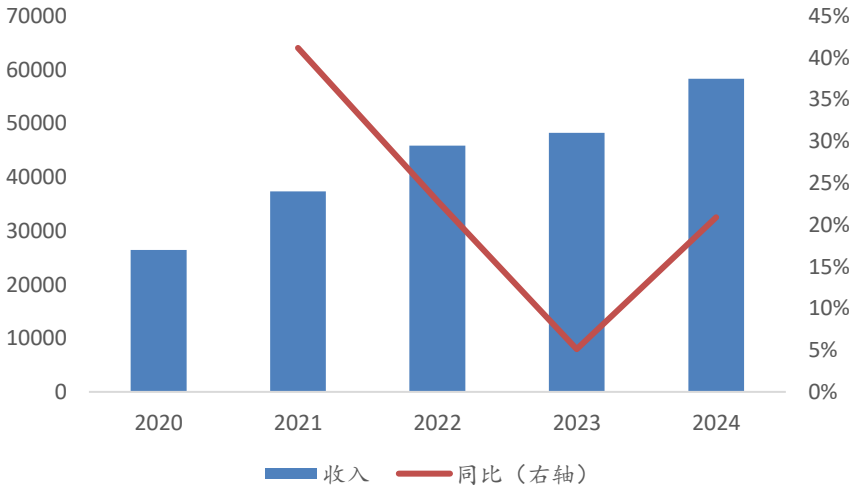


2022-2024年，随着全球矿业生产的逐步复苏，公司通过持续的研发投入不断提升产品质量，公司全钢巨胎产品也获得了更多客户的广泛认可。随着2022年国际三大品牌全钢巨胎产品逐步退出俄罗斯市场，俄罗斯大型矿业公司纷纷转向中国采购全钢巨胎产品，2023年公司主营业务收入延续了2022年的发展趋势，在俄罗斯市场销售持续保持快速增长。2024年公司主营业务收入相较于2023年基本保持稳定。公司矿用轮胎运营管理业务收入稳步增长，主要原因系公司不断开发新的矿山客户，包括国内以及“一带一路”国家相关业务，为矿山客户提供矿用轮胎运营管理服务，且随着存量矿山客户开采规模增加，公司矿用轮胎运营管理的业务收入相应增长。

图：公司全钢胎收入（万元）及其增速



图：公司矿用轮胎管理收入（万元）及其增速



1. 全球领先的全钢巨胎领军企业
2. 巨胎长期以来由国际巨头垄断
3. 采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求
4. 募投项目为公司发展奠定基础
5. 盈利预测与风险提示

公司募集资金主要用于“全钢巨型工程子午线轮胎扩产及自动化生产线技改升级项目”、“研发中心建设项目”以及“补充流动资金”项目。公司通过实施募投项目“全钢巨型工程子午线轮胎扩产及自动化生产线技改升级项目”，可以更好地满足订单增长需要，缓解生产压力；可以有效提升整体产能规模，发挥规模效应；可以顺应行业发展要求，提升公司智能化生产水平及生产效率。公司通过实施募投项目“研发中心建设项目”，可以改善研发条件，增强自主创新能力；可以进一步提高产品质量和性能，从而提升产品竞争力及品牌影响力。公司使用募集资金补充流动资金，可以补充公司日常营运资金需要，可以优化财务结构、降低财务风险，满足公司后续生产经营发展的需求。

表：募集资金投资项目（万元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金金额
1	全钢巨型工程子午线轮胎扩产项目	194,545.33	194,545.33
2	全钢巨型工程子午线轮胎自动化生产线技改升级项目	37,085.56	37,085.56
3	研发中心建设项目	28,600.90	28,600.90
4	补充流动资金	35,000.00	35,000.00
合计		295,231.79	295,231.79

公司拟在俄罗斯建设全钢巨胎工厂



为落实公司战略发展规划，布局海外产能，进一步开拓全球市场，海安集团及其全资子公司海安俄罗斯有限公司、旗舰股份公司及先锋股份公司等四方主体于**2025年12月26日**签署了一份《投资意向协议》，海安集团与旗舰股份公司及先锋股份公司增资，并以先锋股份公司为主体在俄罗斯建设巨型全钢工程机械子午线轮胎工厂，该全钢巨胎工厂预计总投资规模不超过**539.90亿卢布**（折合约**43.19亿元人民币**）。

项目概况：目标公司拟投资建设巨型全钢工程机械子午线轮胎项目。本次建设为一期工程，设计年产能为**10500条/年**。项目投资预算：本次项目投资预算总额不超过**539.90亿卢布**（折合约**43.19亿元人民币**）。项目资金来源：银行借款**400亿卢布**（折合约**32亿元人民币**）；双方股东本次增资合计提供现金**139.90亿卢布**（折合约**11.19亿元人民币**）。项目建设周期：预计**3年**（**2026年-2028年**）。

表：旗舰股份公司及先锋股份公司最近一年又一期的主要财务指标（单位：千卢布）

项目	2025 年 9 月 30 日/2025 年 1-9 月	2024 年 12 月 31 日/2024 年度
资产总额	294,419	87,050
负债总额	310,192	95,886
净资产	-15,773	-8,836
营业收入	0	0
净利润	-6,938	-8,846

1. 全球领先的全钢巨胎领军企业
2. 巨胎长期以来由国际巨头垄断
3. 采矿业的产量增长将带动巨型工程轮胎的市场需求
4. 募投项目为公司发展奠定基础
5. 盈利预测与风险提示

盈利预测与投资评级。我们预测2025-2027年每股净收益分别为2.68/3.08/3.28元。参考可比公司估值，考虑到公司募投项目及巨胎业务利润率高，给予公司一定估值溢价，给予公司26年28倍PE，对应公司目标价为86.24元，首次覆盖给予“收集”评级。

表：公司财务摘要

财务摘要(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,251	2,300	2,160	2,440	2,611
(+/-) %	49.2%	2.2%	-6.1%	13.0%	7.0%
净利润(归母)	654	679	622	716	762
(+/-) %	84.6%	3.8%	-8.4%	15.1%	6.4%
每股净收益(元)	2.81	2.92	2.68	3.08	3.28
净资产收益率(%)	38.5%	28.4%	13.2%	14.3%	14.4%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	29.04	27.97	30.53	26.53	24.92

表：可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2024A	2025E	2026E	PE (2024)	PE (2025E)	PE (2026E)
601058.SH	赛轮轮胎	542	40.63	40.66	48.84	13	13	11
601163.SH	三角轮胎	126	11.03	9.87	11.08	12	13	11
603049.SH	中策橡胶	498	37.87	42.87	51.41	13	12	10
601966.SH	玲珑轮胎	222	17.52	16.49	20.61	13	13	11
平均值						13	13	11

财务报表分析和预测



资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	624	669	2,617	2,598	2,670
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款及票据	474	671	630	712	762
存货	433	427	408	455	486
其他流动资产	210	99	97	102	106
流动资产合计	1,741	1,866	3,753	3,867	4,023
长期投资	3	3	3	3	3
固定资产	1,016	1,061	1,105	1,172	1,252
在建工程	2	21	273	453	572
无形资产及商誉	19	19	19	19	19
其他非流动资产	20	313	337	337	337
非流动资产合计	1,060	1,417	1,736	1,984	2,182
总资产	2,801	3,283	5,489	5,851	6,205
短期借款	77	59	67	78	87
应付账款及票据	390	427	407	455	485
一年内到期的非流动负债	64	118	30	30	30
其他流动负债	282	119	112	126	133
流动负债合计	813	722	616	688	735
长期借款	257	142	148	150	151
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	2	6	6	6	6
其他非流动负债	29	25	16	16	16
非流动负债合计	288	174	170	172	173
总负债	1,101	896	786	860	908
实收资本(或股本)	139	139	186	186	186
其他归母股东权益	1,560	2,247	4,517	4,805	5,111
归属母公司股东权益	1,699	2,387	4,703	4,991	5,297
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	1,699	2,387	4,703	4,991	5,297
总负债及总权益	2,801	3,283	5,489	5,851	6,205

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,251	2,300	2,160	2,440	2,611
营业成本	1,201	1,192	1,136	1,270	1,354
税金及附加	17	26	22	24	26
销售费用	73	89	86	98	104
管理费用	111	140	151	171	183
研发费用	78	70	76	85	91
EBIT	779	818	726	834	896
其他收益	16	40	37	41	44
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-7	9	-15	-19	-11
减值损失	-6	-5	0	0	0
资产处置损益	2	0	1	1	1
营业利润	789	809	742	854	909
营业外收支	-2	-1	-1	-1	-1
所得税	133	130	119	137	146
净利润	654	679	622	716	762
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	654	679	622	716	762

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	626	478	667	663	745
投资活动现金流	-392	-337	-324	-260	-220
筹资活动现金流	95	-87	1,631	-422	-453
汇率变动影响及其他	7	-4	-26	0	0
现金净增加额	337	51	1,948	-19	72
折旧与摊销	245	272	5	12	22
营运资本变动	-275	-489	35	-72	-46
资本性支出	-287	-444	-300	-260	-220

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为2026年1月21日；（2）以上各表均为简表；

- ◆市场竞争加剧及业务替代的风险
- ◆海外子公司经营管理风险
- ◆境外收入占比较高风险
- ◆毛利率及业绩下滑的风险
- ◆经营业绩波动风险
- ◆业务规模扩大导致的管理风险

分析师介绍

分析师庄怀超，本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于香港大学金融学专业，主要覆盖化工和新材料行业。

该分析师2022-2024年曾任职于海通国际研究部，团队2022年获得过亚洲货币第一名。该分析师2025年加入环球富盛理财有限公司，继续覆盖化工和新材料行业。环球富盛理财有限公司是一家香港的持牌券商机构，成立于2014年。

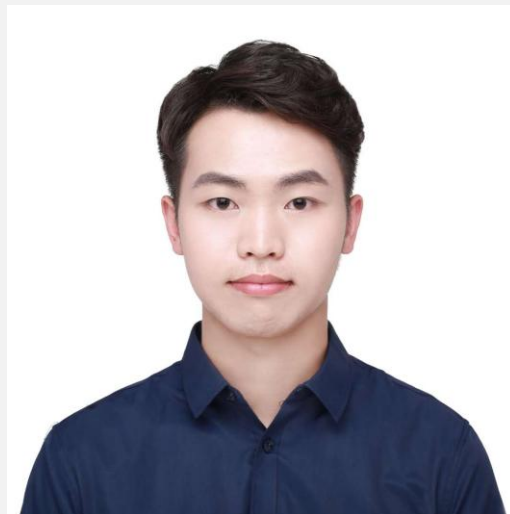
该分析师曾在wind发布报告超过600篇，主要覆盖标的包括：

- 1) 化工&化肥：东岳集团、环球新材国际、中国联塑、阜丰集团、中国三江化工、浦林成山、中海石油化学、中国旭阳集团、龙蟠科技、彩客新能源、天德化工、中国心连心化肥、中化化肥、米高集团、大成生化科技；
- 2) 能源&公用事业：中创新航、中集安瑞科、新奥能源、长江基建集团、中煤能源、宏华集团、中海油田服务、安东油田服务、惠生协程新能源、绿色动力环保、中国光大绿色环保、首钢资源、新特能源、中裕能源；
- 3) 有色&材料：中国宏桥、紫金黄金国际、万国黄金集团、潼关黄金、中国军王、中广核矿业、稀美资源、首佳科技、信义光能、华新水泥、华润建材科技、大明国际。

微信：zhuangcharles

邮箱：charles.zhuang@gpf.com.hk

电话：(852) 9748 7114



重要信息披露

本研究报告由环球富盛理财有限公司分销。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Global Prosperity Financial Company Limited.

分析师认证Analyst Certification:

我，庄怀超，在此保证（i）本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且（ii）我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Zhuang Huaichao, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

评级定义（从2025年6月18日开始执行）：

环球富盛理财有限公司（以下简称“GPF”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读GPF的评级定义。并且GPF发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

买入，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在15%以上，基准定义如下

收集，未来6-18个月内预期相对基准指数涨幅在5%-15%%，基准定义如下

中性，未来12-18个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据FINRA/NYSE的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

减持，未来6-18个月内预期相对基准指数跌幅在5%-15%%，基准定义如下

卖出，未来12-18个月内预期相对基准指数跌幅在10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数： 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 18 June 2025):

Global Prosperity Financial uses a relative rating system using Buy, Neutral, or Sell for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Global Prosperity Financial. In addition, since Global Prosperity Financial contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Global Prosperity Financial Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Buy: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Accumulate: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Reduce: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Sell: The stock's total return over the next 6-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

重要免责声明：本报告由环球富盛理财有限公司（“GPF”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。

香港投资者的通知事项：环球富盛理财有限公司（“GPF”）负责分发该研究报告，GPF是在香港有权实施第1类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第571章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给SFO所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系GPF销售人员。

环球富盛理财有限公司

地址：香港上环德辅道中308号23楼2301室

联系人电话：(852) 9748 7114

联系人电邮：charles.zhuang@gpf.com.hk