

信义山证汇通天下

证券研究报告

汽车零部件 III

海安集团 (001233.SZ)

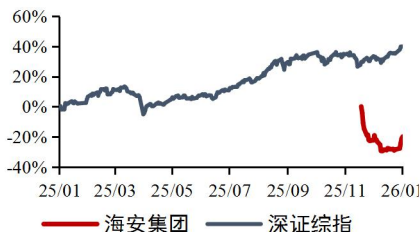
买入-B(首次)

巨胎龙头受益矿端景气度，深度绑定紫金矿业，持续开拓全球市场

2026 年 1 月 8 日

公司研究/公司快报

公司上市以来股价表现



市场数据：2026 年 1 月 8 日

收盘价（元/股）：	64.70
年内最高/最低（元/股）：	100.00/57.77
流通 A 股/总股本（亿股）：	0.35/1.86
流通 A 股市值（亿元）：	22.89
总市值（亿元）：	120.32

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益（元/股）：	3.31
摊薄每股收益（元/股）：	3.31
每股净资产（元/股）：	20.33
净资产收益率（%）：	16.30

资料来源：常闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

王金源

执业登记编码：S0760525080001

邮箱：wangjinyuan@sxzq.com

事件描述

➢ 2025 年 12 月 27 日，公司发布《关于对外投资暨在境外设立合资工厂的公告》，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拟对先锋股份公司增资，并以先锋股份公司（俄罗斯海安持股 51%，旗舰股份公司持股 49%）为主体在俄罗斯建设巨型全钢工程机械子午线轮胎工厂，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），本次建设为一期工程，设计年产能 1.05 万条/年。

事件点评

➢ 大型矿卡用轮胎极具特色，具备高壁垒、定制化、长导入周期的特点。巨胎的壁垒主要体现在技术壁垒和客户壁垒两个方面，其一技术壁垒，巨胎的生产制造及配方具备极高的壁垒，目前国内大尺寸巨胎的使用寿命与海外巨头企业存在明显差距，且尺寸越大差距越大；其二客户壁垒，矿卡在运行过程中轮胎一旦出现问题，可能会对造价高昂的矿卡造成损坏，严重影响矿山运营导致损失，因此进入矿山企业巨胎供应商需要长周期的验证过程。巨胎也是一款定制化的产品，根据应用场景差异、矿产的类别、矿山的气候条件、地形等，会使用不同的轮胎花纹和配方。

➢ 我们预计全球巨胎年需求量约 44 万条，市场规模约 419 亿元。据 The Parker Bay Company 数据统计，全球露天矿山正在运营的矿用卡车数量为 63900 辆，如果将目前已停用的卡车也计算在内，则共有 83800 辆卡车。我们按照 63900 辆运营矿卡数量计算，假设矿卡装配 49 寸、51 寸、57 寸、63 寸四种型号巨胎的占比分别为 55%、33%、9%、3%，假设每台 49 寸、51 寸的矿卡每年更换 6 条，每台 57 寸、63 寸的矿卡每年更换 8 条，则全球巨胎替换市场需求约 40 万条，按照 49 寸、51 寸、57 寸、63 寸轮胎均价分别 5.5、10、18、36 万元/条的单胎价格计算，全球巨胎替换市场规模约 381 亿元。假设全球每年矿卡销量 6500 台，不同型号的结构与存量市场结构相近。全球巨胎配套需求约 4 万条，市场规模约 39 亿元。总体来看，全球巨胎年需求量约 44 万条，市场规模约 419 亿元。

➢ 巨胎是矿山运营的大型消耗品，全球市场主要被国际三大品牌垄断。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%。目前全球全钢巨胎市场主要被国际三大品牌垄断，市场份额在 80% 以上。海安集团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，是少数能够实现



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

大规模量产巨胎的企业之一。

➤ **深度绑定紫金矿业，江西铜业，俄罗斯建厂彰显公司在俄罗斯市场合作的持久性。**紫金和江铜均持有海安集团 3.23% 股权，2025H1，从海安集团的营收占比来看，紫金矿业贡献收入约 1.8 亿元，占比 17.6%，江西铜业贡献收入约 0.4 亿元，占比 4.0%。先锋公司（海安集团持股 51%，俄罗斯旗舰持股 49%）拟在俄罗斯投资建设全钢巨胎一期工程，设计年产能 1.05 万条/年。俄罗斯建厂有望巩固和扩大海安集团在俄罗斯的市场份额，辐射中亚地区。另外，公司在建的募投项目（全钢巨型工程子午线轮胎扩产项目）建成后，将实现年新增约 2.2 万条全钢巨胎的产能，为公司进一步拓展市场奠定基础。

投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 6.8/ 7.9/ 10.0 亿元，对应 PE 分别为 18/ 15/ 12 倍。巨胎是矿山运营大型消耗品，市场空间广阔，且巨胎具备高壁垒、定制化、长导入周期的特点，公司深度绑定紫金江铜，持续开拓全球市场，成长可期。首次覆盖，给予“买入-B”评级。

风险提示

- **市场竞争加剧及业务替代风险：**公司所处的全钢巨胎行业具有较高的技术壁垒，随着国内部分轮胎厂商逐步开始布局该领域，未来公司所处领域的市场竞争会逐渐增强，公司相关业务存在被其他竞争对手替代的风险。
- **汇率波动风险：**公司境外收入规模较大，主要结算货币包括美元、印尼盾、蒙古图格里克、塞尔维亚第纳尔等，人民币汇率变动对公司的经营业绩具有一定影响。
- **客户流失对利润的风险：**紫金矿业、江西铜业是公司国内的大客户，俄罗斯市场客户集中，若客户流失，将对公司业绩产生影响。
- **主要原材料价格波动风险：**公司生产所用的主要原材料近年来价格出现较大波动，各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成不利影响。
- **首发机构配售股份解禁相关风险。**

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,251	2,300	2,285	2,677	3,384
YoY(%)	49.2	2.2	-0.6	17.2	26.4
净利润(百万元)	654	679	680	787	999
YoY(%)	84.6	3.8	0.1	15.7	26.9
毛利率(%)	46.6	48.2	47.3	47.5	47.5
EPS(摊薄/元)	3.52	3.65	3.66	4.23	5.37
ROE(%)	38.5	28.4	22.2	20.4	20.6
P/E(倍)	18.4	17.7	17.7	15.3	12.0
P/B(倍)	7.1	5.0	3.9	3.1	2.5
净利率(%)	29.1	29.5	29.7	29.4	29.5

资料来源：常闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1741	1866	2101	2285	2715
现金	624	669	1047	701	1030
应收票据及应收账款	474	671	467	866	818
预付账款	8	7	13	9	19
存货	433	427	443	571	711
其他流动资产	202	92	132	138	138
非流动资产	1060	1417	2168	2975	3646
长期投资	3	3	3	3	3
固定资产	1016	1061	1145	1301	1450
无形资产	19	19	18	17	17
其他非流动资产	22	335	1001	1654	2177
资产总计	2801	3283	4269	5260	6362
流动负债	813	722	976	1149	1241
短期借款	77	59	190	246	210
应付票据及应付账款	390	427	434	691	579
其他流动负债	347	236	352	213	452
非流动负债	288	174	226	257	268
长期借款	257	142	194	225	237
其他非流动负债	31	31	32	31	32
负债合计	1101	896	1202	1406	1510
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	139	139	186	186	186
资本公积	714	716	669	669	669
留存收益	850	1530	2209	2996	3995
归属母公司股东权益		2387	3067	3853	4852
负债和股东权益	2801	3283	4269	5260	6362

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	626	478	1275	729	1514
净利润	654	679	680	787	999
折旧摊销	242	269	273	370	499
财务费用	-7	9	-10	7	12
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-279	-490	335	-433	6
其他经营现金流	16	13	-2	-2	-2
投资活动现金流	-392	-337	-1020	-1176	-1169
筹资活动现金流	95	-87	123	54	29

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	3.52	3.65	3.66	4.23	5.37
每股经营现金流(最新摊薄)	3.37	2.57	6.86	3.92	8.14
每股净资产(最新摊薄)	9.14	12.83	16.49	20.72	26.09

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2251	2300	2285	2677	3384
营业成本	1201	1192	1205	1406	1778
营业税金及附加	17	26	23	27	35
营业费用	73	89	86	99	118
管理费用	111	140	126	142	169
研发费用	78	70	73	84	107
财务费用	-7	9	-10	7	12
资产减值损失	-6	-5	-6	-6	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	789	809	807	938	1188
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	787	809	806	936	1187
所得税	133	130	126	150	189
税后利润	654	679	680	787	999
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	654	679	680	787	999
EBITDA	1032	1070	1067	1300	1682

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	49.2	2.2	-0.6	17.2	26.4
营业利润(%)	95.5	2.7	-0.3	16.2	26.7
归属于母公司净利润(%)	84.6	3.8	0.1	15.7	26.9
获利能力					
毛利率(%)	46.6	48.2	47.3	47.5	47.5
净利率(%)	29.1	29.5	29.7	29.4	29.5
ROE(%)	38.5	28.4	22.2	20.4	20.6
ROIC(%)	31.2	24.8	19.1	17.8	18.4
偿债能力					
资产负债率(%)	39.3	27.3	28.2	26.7	23.7
流动比率	2.1	2.6	2.2	2.0	2.2
速动比率	1.4	1.9	1.6	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.1	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	3.0	2.9	2.8	2.5	2.8
估值比率					
P/E	18.4	17.7	17.7	15.3	12.0
P/B	7.1	5.0	3.9	3.1	2.5
EV/EBITDA	11.5	10.9	10.7	9.1	6.9

资料来源：常闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

