

双箭股份（002381.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



周立
化工研究员

2026年1月21日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	6.97
总市值	28.69亿
PE-TTM	42.42
PB-MRQ	1.35

估值结果

价值	30.51亿
DDM估值	上行空间 6.3%
状态	合理估值
价值	30.34亿
动态估值	上行空间 5.8%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

公司是国内橡胶输送带行业龙头，同时涉足养老行业。公司输送带主要下游为煤炭、港口、钢铁、水泥、电力、砂石骨料等行业。

公司成长空间一般，主要系行业增长缓慢且公司已具备一定产能规模，未来提升空间有限；公司盈利趋势较差，主要系公司近期产能投放较多，将引发行业过剩；公司产业格局一般，主要系输送带同质化程度高，竞争较为激烈；公司具备一定护城河，主要系规模优势。

基于行业空间有限，公司未来规模提升空间有限的假设，我们认为公司估值状态为合理估值。

我们区别于市场的观点

市场观点：公司产能投放将带动短期业绩增长，公司业绩预期向好。

我们的观点：公司产能投放会导致行业竞争加剧，公司短期业绩承压。公司新投放产能占行业需求量约10%，在下游需求增速2%的水平下需消耗数年时间消化。在此期间，行业或将出现一定价格竞争，导致公司订单利润下降，业绩整体承压。

风险提示

新增产能无法消化风险：公司产能投放后，若公司大力开拓市场，或将导致行业过剩，公司盈利能力下降；贸易摩擦风险：公司海外收入占比约20%，若受到关税影响，公司盈利能力或将下降；海外市场拓展不及预期风险：拓展海外客户可缓解国内竞争压力，若公司海外市场拓展不及预期，公司盈利能力或将持续承压。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	8
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

公司是国内橡胶输送带行业龙头企业，2010年在深交所正式挂牌上市。上市以来，公司持续扩充产能，目前输送带产能1.2亿平方米，全球份额约20%。伴随产能的持续扩张，公司计划加强海外市场拓展，提升海外市场份额。当前公司国内销售占比80%，海外销售占比20%。

公司自2012年参股设立桐乡和济养老服务投资公司开始涉足养老产业，目前公司养老业务占收入比例不足3%，几乎不贡献正向效益。

2. 业务介绍

对于双箭股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

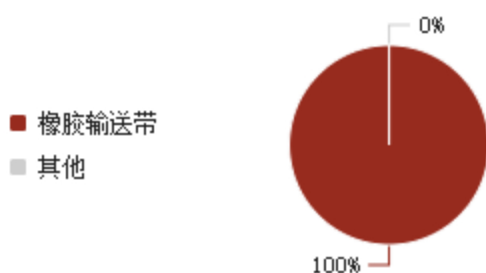
橡胶输送带：

公司产品橡胶输送带是带式输送机的主要部件，从构成来看，输送带主要由骨架材料、覆盖层及打底材料三大部分组成，覆盖层为决定其性能及用途的关键部分。输送带主要用于煤炭、矿山、冶金、化工、建筑交通等部门的大规模连续化运输，其上游主要原材料为橡胶、钢丝绳、炭黑等，其中橡胶占比较高，橡胶的价格波动对公司成本变动影响较大。目前全球橡胶输送带需求量在6-7亿平方米，公司份额可占20%以上，因此我们将公司该业务的竞争市场界定于全球市场。

其他：

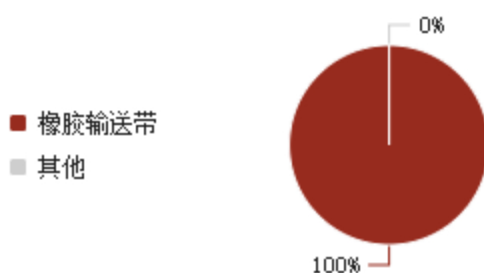
公司其他业务，主要为养老业务，该业务收入、利润占比低。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司是橡胶输送带制造企业，因制造业属性，公司资产强度较高；橡胶输送带属于成熟产品且同质化程度较高，因此公司研发强度中等，营销强度较低。橡胶输送带下游应用领域范围较广，公司客户集中度低。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

公司是制造业企业，资产强度较高。公司天台项目产能6000万平方米，投资额为7亿元。2024年公司固定资产为10.5亿元，占总资产比例为28%。

3.2 研发强度

低 较低 中等 较高 高

橡胶输送带属于成熟产品，公司研发投入中等。2024年公司研发费用率为3.2%。

3.3 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司产品同质化程度较高，客户触达成本低，公司营销强度较低。2024年公司销售费用率为3.8%。

3.4 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司下游客户分散在煤炭、矿山、冶金、化工、建筑交通等领域，且其中并没有哪个领域一家独大，因此公司客户集中度低。2024年公司前五大客户集中度为15%。

4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效表现一般，盈利能力一般，成长能力一般，业务控制力较差，股东回报一般。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力呈下降趋势，主要系2021年原材料成本提升，公司价格传导不畅，盈利能力承压；2022年之后，由于行业竞争加剧，公司盈利能力持续低迷。值得注意的是，公司在2021年至2024年间销量增长40%，行业竞争加剧或由公司抢占市场份额所致。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



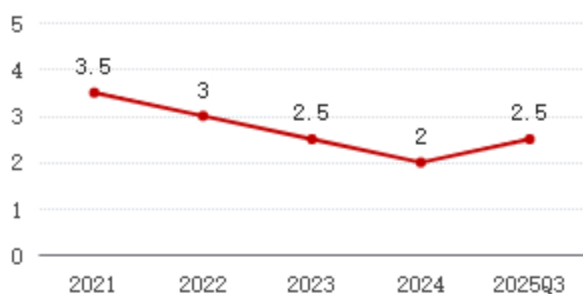
数据来源：公司财报，壹评级

公司是典型制造业企业，收入随产能增长而增长，同时行业景气变化会对公司利润造成一定影响。近年公司产销量快速增长，公司收入屡创新高，但是由于景气较低，公司利润徘徊不前，因此公司成长能力表现较差。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



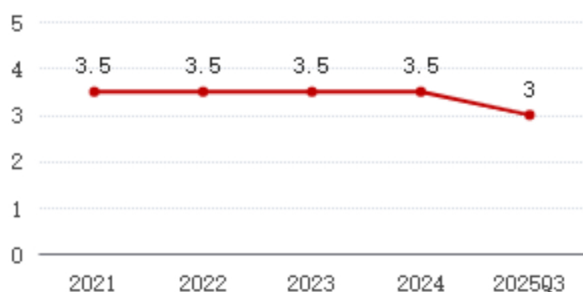
数据来源：公司财报，壹评级

公司下游主要为大型央国企，公司话语权较弱，业务控制力表现较差。近几年公司收现能力较差，被上下游占款。2024年，公司经营性现金流/净利润不足50%，上下游净占款/净资产约15%。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司股东回报表现一般，近五年，公司股利支付率平均接近60%，近五年股息率平均超3%。

5. 四维评级

公司成长空间一般，主要系行业增长缓慢且公司已具备一定产能规模，未来提升空间有限；公司盈利趋势较差，主要系公司近期产能投放较多，将引发行业过剩；公司产业格局一般，主要系输送带同质化程度高，竞争较为激烈；公司具备一定护城河，主要系规模优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

行业增长速度缓慢，公司成长能力受到限制；公司具备低成本扩张能力，可持续扩张抢占全球市场份额，但是目前公司份额已高，份额提升空间有限。

橡胶输送带(3星):

全球输送带行业需求量在6-7亿平方米，规模在200亿元左右，需求增速或为2%，该业务空间有限。目前公司份额在20%，随着新产能的投放，公司份额将达到25%的水平。因此即便公司未来可继续扩张，但是空间也相对有限。

5.2 盈利趋势

★★★☆☆

公司扩张战略较为激进，近期公司产能投放较多，产能投放后对行业供给将形成较大影响，这将导致行业供需失衡，景气下降。

橡胶输送带(1.5星):

近年公司产能投放规模为0.6亿平方米，占行业需求的10%，因行业需求增速缓慢，这部分新增量会对市场供需形成较大冲击，行业景气度将下降。公司为消化新增产能，或采取价格竞争策略，因此公司盈利趋势较差。

5.3 产业格局

★★★★☆

橡胶输送带同质化程度较高，本行业竞争烈度较高。产业链中下游存在强势企业，但是上游较为分散，公司在上下游产业链地位一般。

橡胶输送带(3星):

输送带技术成熟，具备生产能力的企业众多，行业壁垒一般。同时同质化较高，行业竞争较为激烈。行业上游为橡胶、炭黑、钢丝绳的品种，行业集中度较低，公司议价力较好，但是下游主要为煤炭、钢铁、水泥等行业，这些行业国企较多，公司议价力较弱。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河主要源于其在输送带行业的规模优势。作为国内规模第一的企业，公司具备较大的产能和较高的产销规模，可有效摊薄单位固定成本，并在原材料采购、生产组织和物流配送等环节形成成本优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
橡胶输送带	(2星) 公司是行业龙头，凭借规模优势和工厂自动化优势，公司在行业内可维持一定竞争优势。2024年该业务经壹评级调整后的ROE为8%，具备一定超额。需要注意的是，2024年属于景气周期低位，若行业景气修复，公司盈利能力将提升。公司是行业规模龙头。业务控制力一般。	(3星) 该业务护城河来源于规模优势。公司规模行业第一，公司规模化生产可以有效降低单位产品的固定成本；公司通过集中采购可降低原材料采购成本。由于行业空间有限，竞争对手想要达到公司的规模，需要进行大量扩张，这势必导致行业景气度大幅下降。从理性角度考虑，竞争对手难以做出大量扩张决策。公司规模优势持续性较强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

公司所处行业具备一定周期性，为了方便估值，我们在预测中仅预测合理的中枢利润水平。基于动态估值和DDM估值两种估值方法，我们认为公司合理估值为30亿元左右。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务为橡胶输送带销售，我们对该业务进行盈利预测并估值, 预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 短期：公司销量由产能规划驱动，我们预计公司2026年销量为1.2亿平方米。价格方面我们预计因过剩会出现一定下降，预计价格为27.5元/平方米。

2) 长期：我们认为公司具备扩张能力，公司产能天花板可以达到1.95亿平方米/年，对应全球份额约30%。我们预计价格可以维持现在的水平，约30元/每平方米。

盈利能力假设：

1) 短期：我们认为行业因过剩而景气下降，我们预计2026年公司毛利率将降至14.5%左右。

2) 长期：我们认为公司可以继续发挥规模优势，并且凭借先进产能，可有效降低生产成本。我们预计远期公司毛利率可以维持在19%。

表2：公司整体业绩预测

双箭股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	23.4	25.9	27.1	27.3	33.0	41.3	41.3	42.3
归母净利润(亿)	1.1	2.4	1.5	0.7	0.9	1.2	1.2	1.4
归母净利润增速(%)	-23.5	112.3	-36.5	-55.7	35.7	29.3	2.9	15.8
经营性净利润(亿)	1.2	2.1	1.5	0.7	0.9	1.2	1.2	1.4
经营性净利润增速(%)	1.6	77.9	-31.9	-53.4	35.7	29.3	2.9	15.8
经营性归母净利润(亿)	1.2	2.1	1.5	0.7	0.9	1.2	1.2	1.4
经营性归母净利润增速(%)	2.1	75.9	-31.7	-53.2	35.7	29.3	2.9	15.8

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第8页

表3：公司分业务业绩预测

橡胶输送带	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	22.4	25.1	25.9	27.3	33.0	41.3	41.3	42.3
收入增速(%)	22.2	11.8	3.3	5.4	20.9	25.0	0.0	2.7
经营性净利润(亿)	1.1	2.0	1.3	0.7	0.9	1.2	1.2	1.4
经营性净利率(%)	5.1	8.1	5.2	2.5	2.8	2.9	3.0	3.4
经营性净利润增速(%)	1.1	78.0	-33.6	-49.5	35.7	29.3	2.9	15.8
其他	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	0.9	0.8	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
收入增速(%)	12.3	-6.6	43.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利率(%)	7.2	13.6	9.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
经营性净利润增速(%)	10.7	75.6	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期CAGR	增速描述	产业格局	护城河持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利预测(亿)
橡胶输送带	2.7%	中低	较好	强	7.5%	16.5	2.6
其他	-	--	一般	一般	7.5%		-
业务	显性期价值	显性期后价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
橡胶输送带(亿)	-0.6	28.0	27.4	2.8	-	-	30.2
其他(亿)	0.8	-	-	0.1	-	-	0.1
公司整体测算(亿)	0.1	28.0	27.4	3.0	-	-	30.3

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
橡胶输送带(亿)	8.4	19.1	27.5	2.8	-	-	30.4
其他(亿)	0.8	-	-	0.1	-	-	0.1
公司整体测算(亿)	9.2	19.1	27.5	3.0	-	-	30.5

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

信息层面：行业信息透明度一般，公司所处行业相关信息较难获取；公司信息披露一般，与市场交流较为充分。业绩预测层面：行业存在一定周期性，公司远期业绩预测准确度一般。总体而言，公司估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。