

浙江双箭橡胶股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【306】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

浙江双箭橡胶股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
双箭转债	AA	AA

评级观点

本次等级的评定是考虑到：浙江双箭橡胶股份有限公司（以下简称“双箭股份”或“公司”，股票代码：002381.SZ）是橡胶输送带行业中的领军企业，具有规模及品牌优势，2024 年子公司天台智能制造生产基地项目一期部分投产，公司输送带产能增至 10,500 万平方米/年，当期产销量均增长，带动营业收入保持增势，下游行业及客户总体分散，目前公司财务安全性仍较好；但中证鹏元也关注到，在输送带产品售价与成本端的双重挤压下，2024 年公司销售毛利率、净利润均下滑，资金平衡能力继续削弱，海外业务面临汇率波动等风险；此外，公司在建产能规模大，在输送带行业充分竞争的背景下，未来项目效益存在不达预期等风险因素。

评级日期

2025 年 06 月 25 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	37.95	37.96	37.45	35.13
归母所有者权益	22.00	21.74	21.24	19.64
总债务	9.09	8.58	8.66	9.38
营业收入	6.14	27.13	25.93	23.35
净利润	0.24	1.54	2.44	1.13
经营活动现金流净额	-0.83	0.75	1.20	1.66
净债务/EBITDA	--	0.80	0.28	-0.21
EBITDA 利息保障倍数	--	12.90	17.05	12.56
总债务/总资本	29.15%	28.19%	28.85%	32.21%
FFO/净债务	--	68.34%	260.94%	-274.46%
EBITDA 利润率	--	12.15%	14.95%	11.30%
总资产回报率	--	5.41%	8.57%	5.31%
速动比率	1.73	1.79	1.82	1.82
现金短期债务比	2.01	2.76	2.87	2.66
销售毛利率	15.89%	17.63%	20.75%	16.97%
资产负债率	41.76%	42.43%	42.98%	43.81%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **跟踪期内公司产销量及营业收入进一步增长。**2024 年子公司天台智能制造生产基地项目一期部分投产后，公司输送带产能增加至 10,500 万平方米/年，同时当期产量增长 13.41%、销量增长 5.52%，营业收入仍保持增长态势，下游行业及客户总体分散，依赖单一行业客户的风险仍较低。未来随着天台基地项目陆续投产，公司业务规模有望进一步扩大。
- **公司财务安全性仍较好。**跟踪期内，公司杠杆水平仍较低，现金类资产对短期债务保障程度较好，截至 2025 年 3 月末，公司总债务为 9.09 亿元，其中长期债务占比超过 60%，债务期限较合理。

关注

- **在输送带产品售价与成本端的双重挤压下，公司销售毛利率、净利润出现下滑。**橡胶、炭黑、帆布、钢丝绳等是输送带的主要原材料，跟踪期内一方面天然橡胶价格波动上行，另外一方面，因市场竞争激烈，公司输送带产品成本难以转嫁，售价仍小幅下跌，综合影响下，2024 年公司橡胶产品的销售毛利率同比下降 3.09 个百分点，整体净利润同比下降 36.69%；虽然公司在云南红河的孙公司作为天然橡胶加工基地，能在一定程度上缓解天然橡胶价格波动的风险，但该孙公司的橡胶产能较小，供应能力有限，需持续关注原材料价格波动对公司经营的影响。
- **资金平衡能力继续削弱，且面临坏账风险。**基于公司的销售模式而积累了较大规模的应收款项，2024 年末应收账款为 7.89 亿元，占总资产的 20.79%，占当年营业收入的 29.08%，尽管公司在应收款项管理方面持续推进优化，但整体改善效果有限，且下游客户分布较为分散，仍面临一定的坏账风险；付款方面，由于支付给职工以及为职工支付的现金增加等因素影响，公司经营活动现金流虽维持净流入状态，但流入规模有所收窄，资金平衡能力有所削弱。
- **海外收入有所上升，需关注汇率波动等风险。**2024 年公司海外收入上升至 5.39 亿元，占收入比重增至 19.87%，公司出口主要采用美元进行结算，近年美元对人民币波动幅度明显加大，公司面临的汇率波动风险加大。同时，国际市场不稳定因素有所增加，公司面临一定的外贸订单减少或流失的风险。
- **产能扩张较快及效益不达预期的风险。**截至 2024 年末，公司产能已增加至 10,500 万平方米/年，加上在建项目，全部投产后产能将达到公司战略规划的“十四五”末突破 1.5 亿平方米/年的目标，且叠加输送带行业竞争充分，未来新增产能消化存在不确定性。此外，2024 年度，因材料市场价格较募投项目立项时有所上升，且实际销售单价未达预测数据，从而导致募投项目毛利率未达预期，使得公司募投项目 2024 年未完成预测的效益。

未来展望

- 公司为国内输送带行业龙头企业之一，预计业务持续性较好，未来随着在建产能的陆续投产，营业收入规模有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

同业比较（单位：亿元）

指标	双箭股份 (002381.SZ)	三维股份 (603033.SH)	宝通科技 (300031.SZ)
总资产	37.96	107.69	61.27
营业收入	27.13	51.53	33.02
其中：输送带/橡胶类制品收入	25.91	13.49	13.92
净利润	1.54	-1.31	2.54
销售毛利率	17.63%	7.81%	38.02%
资产负债率	42.43%	69.81%	33.11%
输送带/橡胶类制品产量（万平方米）	9,108.65	3,616.36	-

注：表中数据为 2024 年数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
双箭转债	5.1364	5.1360	2024-06-17	2028-02-11

注：表中债券余额为截至 2025 年 6 月 9 日的余额。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年2月发行6年期可转换公司债券，募集资金计划用于年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目。根据公司于2024年3月28日发布的《浙江双箭橡胶股份有限公司关于公开发行可转换公司债券募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，鉴于募投项目“年产1,500万平方米高强度节能环保输送带项目”已建设完成并投入使用，为提高资金使用效率，结合公司实际经营情况，拟将上述募投项目结项并将节余募集资金永久补充流动资金，2024年4月29日，公司将8,764.00万元转入一般账户并永久补充流动资金；2024年10月，根据募投项目设备验收运行情况，设备供应商给予公司一次性折让300.00万元，并从公司应付其质保金中抵扣；同时2024年4月-12月新收到利息收入47.20万元；2024年12月26日，公司注销了募集资金账户，并将上述347.20万元资金节余及设备质保金尾款等合计492.33万元转入自有资金账户。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未变化，因部分本期债券转股，公司股本发生小幅变动，截至2025年3月末，公司股本为4.12亿元，沈耿亮先生直接持有公司20.92%股份，虞炳英女士持有公司5.49%股份，浙江双井投资有限公司持有公司3.34%股份，虞炳仁先生持有公司1.38%股份，沈凯菲女士持有公司0.01%股份，张梁铨先生持有公司0.01%股份，上述股东存在关联关系或一致行动关系；沈耿亮先生为公司的实际控制人。截至2025年3月末，沈耿亮先生所持公司股份均未质押。

2024年公司新设桐乡乌镇智慧养护院有限公司，注销安徽安东双箭智能胶带有限公司，截至2024年末，纳入合并范围的子公司为22家。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求

不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年原煤产量增长、沿海主要港口货物吞吐量有所增加，输送带需求仍有一定保障，但需关注钢铁产量波动、水泥产量呈下行趋势，或对行业需求形成一定的冲击

输送带按材质主要分为橡胶、塑料和金属三类，其中橡胶（含PVG整芯）与PVC整芯输送带（属塑料类）产销量占比超95%。其下游集中于煤炭、钢铁、港口、水泥、电力五大行业，消费量占比约90%，行业与宏观经济周期同步性较强。近年下游产量表现分化：水泥产量连续三年下行，钢铁呈波动下降，煤炭、电力、港口吞吐量持续增长。总体来看，输送带需求基本面稳定，但需警惕钢铁产量波动及水泥需求下行对行业的潜在冲击。

表1 下游行业产量情况

指标名称	单位	2024 年	2023 年	2022 年
水泥产量	亿吨	18.25	20.23	21.18
发电量	千亿 Kwh	9.42	8.91	8.39
原煤产量	亿吨	47.60	46.58	44.96
沿海主要港口货物吞吐量	亿吨	112.18	108.35	101.31
粗钢产量	亿吨	10.05	10.19	10.13

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（1）煤炭需求

2024年受安监因素扰动，煤炭供给端先抑后扬，产量增速由负转正，下游电煤、化工用煤需求仍具韧性，供需偏宽松下煤价在相对高位水平震荡运行，价格中枢有所下移；2025年开年以来，受供给端宽松、需求疲软影响，国内煤价持续下行，考虑到供需基本盘仍稳固，预计煤价仍有支撑，但价格中枢或继续下移

2024年政策层面力求兼顾安全生产和稳产保供的平衡，主产地安监形势对煤炭产能利用率形成扰动，原煤产量先抑后扬，四季度累计增速由负转正，煤炭进口量仍保持较快增长。随着新核准煤矿项目减少，

同时煤炭产能逐步向中西部地区集中导致供需区域错配拉大，中短期内供给弹性仍然不足，预计2025年煤炭行业产能净增量规模有限，进口高增长难以延续。需求方面，虽然受到水电、新能源增长的替代效应影响，但2024年火电产量仍保持增长，钢铁、建材等非电耗煤需求不及预期，但化工用煤保持增长。煤炭仍锚定国内能源基本盘，预计2025年煤炭消费维持小幅增长，清洁能源发展势头迅猛，但对于煤电的替代难以一蹴而就。2024年煤炭行业供需偏宽松，煤价整体继续维持相对高位，但价格中枢小幅下移。受益于信用债市场利率下降，2024年煤企债券融资意愿回升，近5年年度净融资首次转正。2024年以来样本企业盈利及净现金流小幅回落，但整体水平仍较为可观；资产负债率水平缓慢下行，随着融资环境改善，流动性指标表现总体平稳。

2025年开年以来，由于安监等因素影响消退，国内煤炭供给端超预期宽松，同时需求侧持续疲软，市场煤炭库存较高，供需错配下煤炭价格持续下跌。长期来看，国内市场煤炭长期面临一定产能约束，电煤需求的基本盘仍然稳固，整体而言供需关系并未发生实质逆转，预计随着消费旺季来临，煤炭需求仍具韧性，2025年煤价有望获得支撑，但价格中枢或继续下移。2025年长协比例及履约要求边际放松，但整体框架变化不大，预计长协价格“稳定器”作用将凸显。

详见《[煤炭行业：业绩确定性加持，信用稳中求进](#)》、《[煤价下跌：供需错配，静待企稳](#)》。

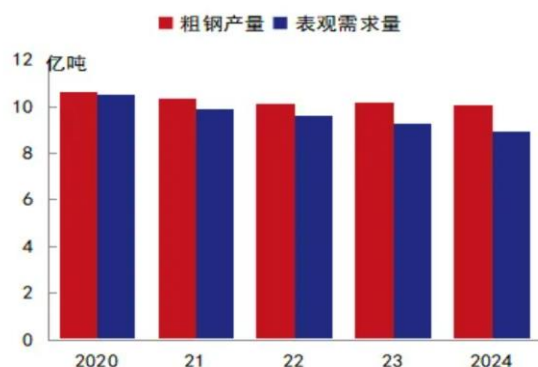
（2） 钢铁需求

钢铁是输送带重要的下游应用领域。自 2021 年以来，我国开始实施粗钢产量调控政策，长期来看，产量管控和减量重组是谋求钢铁行业高质量发展的必经之路

2020-2024 年，我国粗钢产量从 10.65 亿吨微降至 10.05 亿吨，而同期表观需求量从 10.48 亿吨大幅萎缩至 8.92 亿吨，供需失衡加剧，行业持续低迷。21 家上市普钢企业净利润由 2023 年盈利 122.20 亿元转为 2024 年亏损 204.14 亿元，亏损面扩大至 66.67%。2025 年一季度粗钢产量虽同比增长 0.6%，但因前期利润积累，市场化出清受阻。中央明确产量管控措施，成为缓解供需矛盾、提升行业盈利能力的关键。

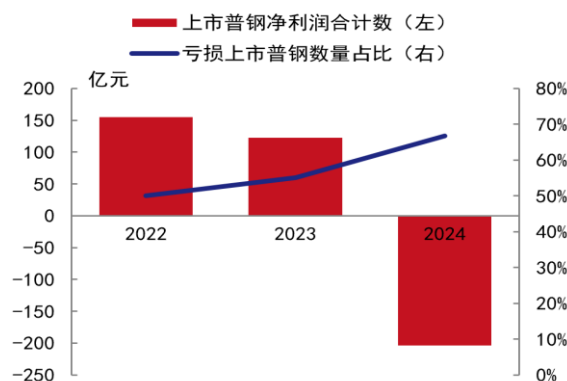
长期而言，减量重组是钢铁行业高质量发展的必由之路。其一，可有效缓解供需矛盾。2023 年末粗钢产能达 11.08 亿吨，而 2024 年需求降至 9 亿吨以下，如螺纹钢 2024 年 6 月产能利用率仅 54%左右，调整产能结构能压减无效供给。其二，有利于实现绿色低碳转型。钢铁行业碳排放占全国总量的 15%以上，中小企业因产能分散、研发投入不足（仅为行业均值 1/3），难担改造重任，减量重组可助头部企业集中资源攻关共性技术。其三，契合新质生产力发展需求。通过淘汰螺纹钢等低附加值产能，引导资源投入航空航天特种钢、新能源汽车硅钢等“卡脖子”材料研发，助力国家制造强国战略。

图1 钢铁供需缺口逐步走阔



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 2022年以来行业亏损面加大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

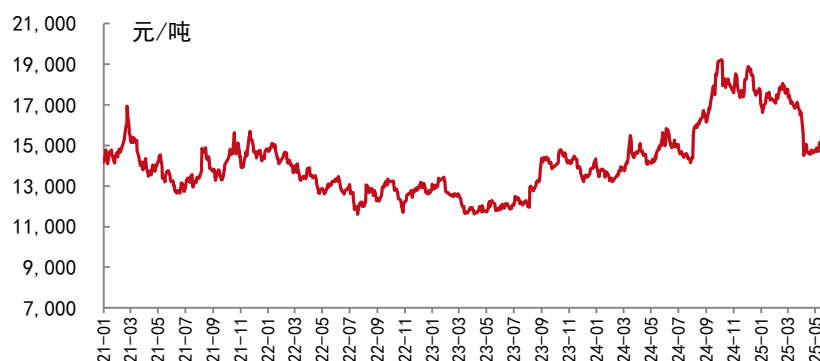
（3）上游原材料成本压力

2024年天然橡胶价格持续攀升，虽然2025年开始进入下行周期，但后续原材料价格的大幅波动仍会使输送带企业原材料成本面临波动

胶带产品主要原材料为橡胶（含天然橡胶与合成橡胶）。天然橡胶强力高、污染少，但产量有限、温度要求高；合成橡胶以油气为原料，部分工艺可替代天然橡胶。橡胶价格受石油、汇率、天气等因素影响波动较大，从上海期货交易所活跃合约价格来看，2023年上半年天然橡胶价格低位运行，2023年9月起开始上涨，至2024年9月攀升至近年高位，此后开始回落，2025年5月已跌至上年同期水平。

输送带行业对橡胶、炭黑、帆布等原材料依赖度极高，未来国际地缘政治冲突、全球经济形势变化等因素，都可能导致天然橡胶等材料价格剧烈波动，一旦原材料价格大幅波动，输送带企业的原材料成本将随之剧烈起伏，给企业成本管控、利润空间等都将带来巨大挑战。

图3 2024年以来天然橡胶价格大幅上行后高位回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

经过多年的积累，国内输送带企业已经形成稳定的梯队，公司已在国内确立行业龙头地位。从输送带/橡胶类制品收入来看，公司规模大于行业内主要可比企业三维股份和宝通科技，但从营业收入、总

资产规模来看，因为所从事行业较为单一，公司规模仍较小；毛利率方面，公司处于中等水平。此外，部分国际大型轮胎企业如康迪泰克、芬纳邓禄普、普利司通等在轮胎生产外附带生产输送带，在国内输送带市场也占据了一定市场份额，对公司也形成了一定的竞争。

四、 经营与竞争

公司仍主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，主要产品为输送带。2024年公司实现营业收入27.13亿元，同比小幅增长，仍主要来自输送带业务；受主要原材料天然橡胶价格上涨影响，输送带产品的销售毛利率下降至17.45%，拖累了整体毛利率表现；公司于2012年开始布局养老行业，跟踪期内养老业务收入小幅增加，但占比仍较低。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
输送带	25.91	95.50%	17.45%	25.08	96.74%	20.54%
天然橡胶	0.36	1.33%	7.23%	0.10	0.40%	4.00%
养老服务	0.63	2.32%	21.80%	0.47	1.83%	21.39%
其他	0.23	0.85%	43.59%	0.28	1.03%	46.07%
合计	27.13	100%	17.63%	25.93	100.00%	20.75%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司产能小幅增加，产品产销量继续保持增长；橡胶作为输送带核心原料，其采购单价大幅上涨推高公司原材料采购成本，同时因市场竞争激烈，公司输送带产品成本难以转嫁，售价仍小幅下跌，盈利有所承压

公司现有两个生产园区，分别是桐乡市洲泉镇工业园及天台县三合镇洪三工业园区。产能方面，因子公司天台智能制造生产基地项目一期部分投产，公司产能增至10,500万平方米/年。产能利用率方面，因新增产能需逐步释放而有小幅下降。同时，产品产销量继续保持增长，其中产量增长13.41%、销量增长5.52%；同时由于市场竞争加剧等因素影响，产品销售均价为29.26元/平方米，同比小幅下降。

表3 公司主要产品产能利用以及销售情况

项目		2024 年	2023 年	同比变化
输送带	年末产能（万平方米）	10,500	9,000	16.67%
	产量（万平方米）	9,108.65	8,031.66	13.41%
	销量（万平方米）	8,855.26	8,392.13	5.52%
	产销率	97.22%	104.49%	下降 7.27 个百分点
	产能利用率	86.75%	94.49%	下降 7.74 个百分点
	销售均价（元/平方米）	29.26	29.89	-2.11%

资料来源：公司提供

公司仍保持以销定产的经营模式，国内销售方面，仍主要面向最终客户销售，其余的通过经销商销

售，直销占比维持在90%以上。需关注的是，公司仍对采购量大、信誉度高的客户给予一定的信用期；对一般的工程类客户，公司收款期仍较长。近年应收账款规模继续上升，2024年末已增加至7.89亿元，且下游客户较为分散，仍面临一定的坏账风险。

表4 公司不同销售模式的销售情况（单位：亿元）

销售模式	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
直销	25.44	93.79%	24.28	93.64%
经销商销售	1.68	6.21%	1.65	6.36%
合计	27.13	100%	25.93	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司海外销售主要专注于新兴市场国家，随着“一带一路”倡议的深入实施，公司积极参与沿线国家的相关项目，拓展了国际市场，带动了海外业务的增长，2024年公司出口订单保持平稳向好，整体订单量有一定增长，公司海外收入增至5.39亿元，占收入比重增至19.87%。但需关注的是，公司海外业务结算货币以美元为主，近年美元对人民币波动幅度明显加大，公司面临的汇率波动风险加大；公司采取了远期结售汇等措施控制汇兑风险，2025年4月公司发布公告，拟开展金额不超过8,000万美元（欧元、澳元折算为美元）以套期保值为目的的远期结售汇业务，但在汇率波动较大的情况下，开展远期结售汇业务可能会带来较大公允价值波动，且远期结售汇交易专业性较强，复杂程度较高，存在一定操作风险。

表5 公司产品分地区销售情况（单位：亿元）

区域	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
国内销售	21.74	80.13%	21.43	82.64%
海外销售	5.39	19.87%	4.50	17.36%
合计	27.13	100.00%	25.93	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品线齐全，能生产各种主要输送带，目前已形成从普通输送带到高端输送带的完整产品链。下游应用领域方面，2024年公司在电力领域的销售占比较上年有所提升，煤炭、钢铁、机械领域略有下降，虽然下游行业销售表现不一，但总体较为分散，依赖单一行业客户的风险较低。从公司前五大销售客户来看，单个客户占比通常在2-3%左右，非常分散。2024年前五大客户销售额占比为14.90%，占比仍较低。

表6 公司国内下游行业销售占比情况（单位：亿元）

行业	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
机械制造	5.09	18.76%	5.54	21.38%
煤炭	3.12	11.51%	3.36	12.96%
钢铁	1.67	6.17%	1.94	7.49%

电力	1.87	6.88%	1.35	5.19%
经销商	1.68	6.21%	1.65	6.35%
其他	13.69	50.47%	12.09	46.63%
合计	27.13	100.00%	25.93	100.00%

资料来源：公司提供

原料采购方面，公司上游主要原材料为天然橡胶、合成橡胶、聚酯帆布、钢丝绳、尼龙帆布、PVC树脂、全棉帆布、炭黑、各种化工细料等。其中，最主要的是天然橡胶和合成橡胶，成本合计占输送带生产总成本的30%左右。

近年天然橡胶价格波动仍较大，从2023年9月开始上涨，至2024年9月触及近年高位，涨幅约35%，虽然公司在云南红河设立了全资孙公司作为天然橡胶加工基地，为公司提供原材料的保障，能在一定程度上缓解天然橡胶价格波动的风险，但该孙公司的橡胶产能较小，对公司原材料的供应能力有限，需持续关注原材料价格波动对公司经营的影响。

由于产能扩张，2024年公司原材料采购量总体仍保持增长。同时橡胶材料的采购单价大幅上涨，同比涨幅20.64%，采购成本显著提高，因市场竞争等因素，成本难以完全转嫁，公司输送带产品的销售价格小幅下降，综合影响下，2024年公司橡胶产品的销售毛利率同比下降3.09个百分点；虽然进入2025年，天然橡胶价格开始进入下行周期，但后续原材料价格的大幅波动，仍可能对公司的成本控制形成挑战。供应商集中度方面，2024年公司前五大供应商采购金额占比29.50%，集中度不高。

表7 公司主要原材料采购情况

年份	原料品种	采购额（万元）	占比	单价
2024 年	橡胶（万吨）	69,347.95	35.88%	12,837.06（元/吨）
	骨架材料（万米）	41,883.37	21.67%	1.88（元/米）
	化工产品（万吨）	22,461.22	11.62%	7,368.07（元/吨）
	合计	133,692.54	69.17%	-
2023 年	橡胶（万吨）	53,993.90	31.48%	10,641.10（元/吨）
	骨架材料（万米）	40,013.23	23.33%	1.92（元/米）
	化工产品（万吨）	22,003.63	12.83%	8,138.17（元/吨）
	合计	116,010.76	67.63%	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

天台基地智能型输送带项目产能规模较大，本期债券募投项目毛利率未达预期，考虑到行业较分散且竞争激烈，未来公司新增输送带产能消化及预期收益存在不确定性

从规划来看，近年公司加大输送带主业的投资，谋划输送带生产线智能化建设，制定了到“十四五”末产能突破1.5亿平方米的战略目标，拟进一步提高双箭输送带的市场占有率。

目前公司在建的主要为子公司浙江台升智能输送科技有限公司（以下简称“台升智能”）在天台基地建设的年产6,000万平方米智能型输送带项目，产品为织物芯输送带，该项目所建设的生产线为智能

型输送带生产线，较公司现有输送带生产线有一定技术升级，具有一定智能化方面的技术优势，截至2024年末已投资4.71亿元。

表8 截至2024年末公司重要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资
年产6,000万平方米智能型输送带	64,000.00	47,132.06
总部大楼及研发中心	30,340.00	11,445.22
合计	94,340.00	58,557.28

注：公司依据实际购买土地款金额对上述项目的预计投资额进行了修正；

资料来源：公司提供

截至2024年末，公司产能为10,500万平方米/年，加上在建项目，全部投产后产能将达到公司战略规划的“十四五”末突破1.5亿平方米/年的目标，随着项目投产，未来公司收入规模有望进一步扩大，但新增产能规模较大，叠加输送带行业是一个充分竞争的行业，近年虽因行业深度调整有部分产能退出，但行业较分散，竞争激烈，未来公司新增输送带产能消化及预期收益存在不确定性。本期债券募投项目已基本建设完成，但根据公告，因材料市场价格较募投项目立项时有所上升，且实际销售单价未达预测数据，从而导致募投项目毛利率未达预期，截至2024年末募投项目累计实现收益9,548.28万元，未完成预测的效益。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内公司资产规模变化不大，保持了较低的杠杆水平及良好的财务安全性，但需关注应收账款规模呈持续攀升态势，公司面临一定的坏账损失风险；同时，原材料市场价格的频繁波动也可能对生产成本控制和经营利润空间产生直接影响

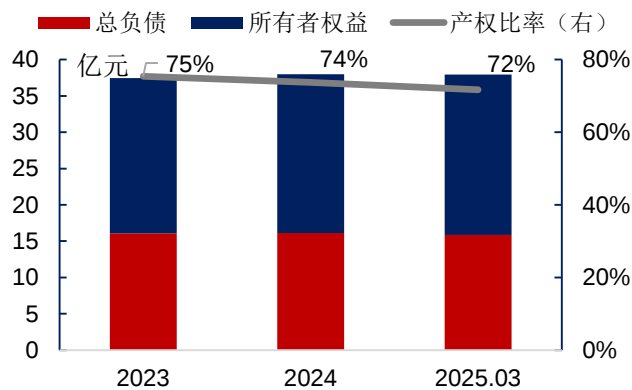
资本实力与资产质量

资本结构方面，公司产权比率仍处于较低水平，权益对负债的保障程度较好。跟踪期内，公司资产规模变化不大，因在建项目年产6,000万平方米智能型输送带项目部分转固，在建工程账面余额减少、固定资产上升，因增加产成品备货导致存货有小幅增加，其余资产项目均保持稳定。

需关注的是，基于公司的销售模式而产生了较大规模的应收款项，2024年末应收账款为7.89亿元，占总资产的20.79%，占当年营业收入的29.08%，对部分偿债能力较差的客户，公司按照单项计提坏账准备，总体来看，公司下游客户较为分散，且应收款项规模居高不下，仍面临一定的坏账风险。

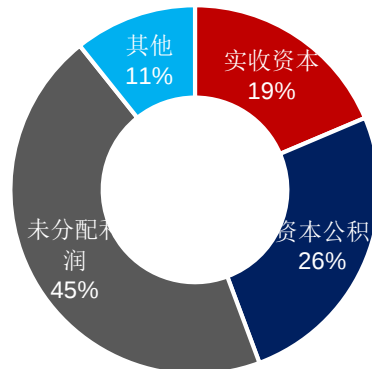
截至2024年末，公司受限资产账面价值合计0.47亿元，规模不大，均为受限的货币资金。

图4 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.56	9.37%	4.07	10.72%	6.77	18.07%
应收账款	7.57	19.96%	7.89	20.79%	7.55	20.17%
存货	6.53	17.22%	5.47	14.42%	4.73	12.63%
流动资产合计	21.85	57.58%	21.76	57.30%	21.90	58.47%
固定资产	10.40	27.39%	10.51	27.68%	7.81	20.86%
在建工程	1.96	5.17%	1.63	4.30%	3.71	9.90%
无形资产	2.03	5.34%	2.04	5.38%	2.04	5.44%
非流动资产合计	16.10	42.42%	16.21	42.70%	15.55	41.53%
资产总计	37.95	100.00%	37.96	100.00%	37.45	100.00%

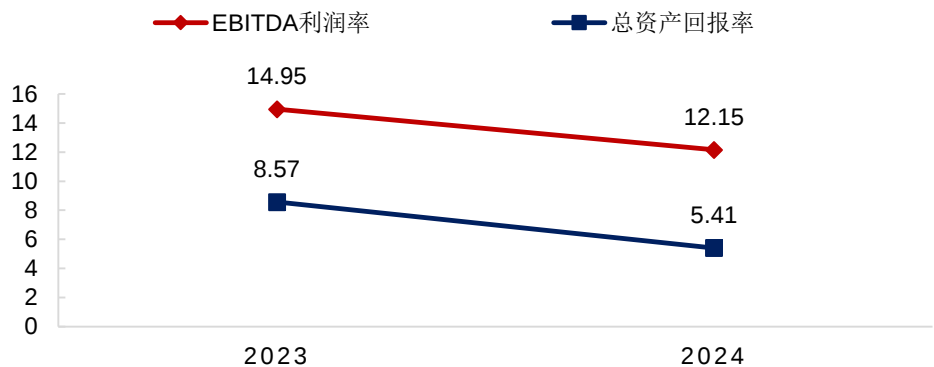
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，受天然橡胶等原材料价格攀升影响，公司盈利水平小幅下降。2024年公司实现营业收入27.13亿元，同比小幅增长，主要系产销量增长推动。毛利率方面，一方面天然橡胶价格持续上涨，另外一方面，因市场竞争激烈，公司输送带产品成本难以转嫁，售价仍小幅下跌，综合影响下，2024年公司橡胶产品的销售毛利率同比下降3.09个百分点；各项费用中，2024年销售、管理费用均不同程度增加，叠加定期存款利息对财务费用的抵减削弱，综合影响下，2024年公司实现净利润1.54亿元，同比下滑，EBITDA利润率和总资产回报率等指标亦呈下行趋势。

从盈利趋势和波动性看，虽然进入2025年，天然橡胶价格开始进入下行周期，但后续若其大幅波动仍可能对公司的成本控制形成挑战，此外，炭黑等化工细料的市场价格也与大宗商品价格相关联，存在一定波动，仍需持续关注原材料价格波动对公司经营的影响。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司杠杆水平仍较低，净债务规模不大，财务安全性仍较好。公司债务规模较为稳定，截至2025年3月末为9.09亿元，由长期借款、本期债券、经营性债务（应付票据、租赁负债）构成。公司长短期债务结构较为合理，产能扩张所需资金来源于长期债务。经营性负债方面，应付账款基本为应付设备款；合同负债均为预收货款。

另需关注的是，2024年本期债券转股数量为1,360股，截至2025年3月末，仍有5.38亿元未转股，整体转股进度较慢，后续形成的财务费用可能对公司盈利形成一定侵蚀。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.32	1.99%	0.00	0.00%	0.00	0.01%
应付票据	2.29	14.48%	2.08	12.88%	2.76	17.16%
应付账款	3.94	24.87%	4.18	25.94%	4.34	26.95%
合同负债	1.12	7.09%	1.23	7.65%	0.96	5.95%
一年内到期的非流动负债	0.34	2.17%	0.34	2.09%	0.10	0.64%
流动负债合计	8.85	55.83%	9.08	56.36%	9.45	58.72%
长期借款	0.44	2.78%	0.46	2.83%	0.23	1.45%
应付债券	5.38	33.95%	5.38	33.38%	5.19	32.26%
非流动负债合计	7.00	44.17%	7.03	43.64%	6.65	41.28%
负债合计	15.85	100.00%	16.11	100.00%	16.10	100.00%
总债务	9.09	57.39%	8.58	53.26%	8.66	53.79%
其中：短期债务	2.96	32.50%	2.42	28.22%	2.87	33.11%
长期债务	6.14	67.50%	6.16	71.78%	5.79	66.89%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2024年由于下游客户回款期限略有延长，整体回款情况有所转弱，公司经营现金流有

所下降，2025年一季度，因购买原材料增加，公司经营活动现金流转为净流出。

公司财务杠杆水平整体保持稳定。2025年3月末，公司资产负债率为41.76%，较2023年末微幅下降。由于公司债务规模小，货币资金、应收票据等现金类资产较多，净债务规模不大。但受原材料价格上涨拖累，公司盈利水平有所下降，EBITDA利息保障倍数虽处于较好水平，但同比明显下降。

表11 公司现金流及杠杆状况指标

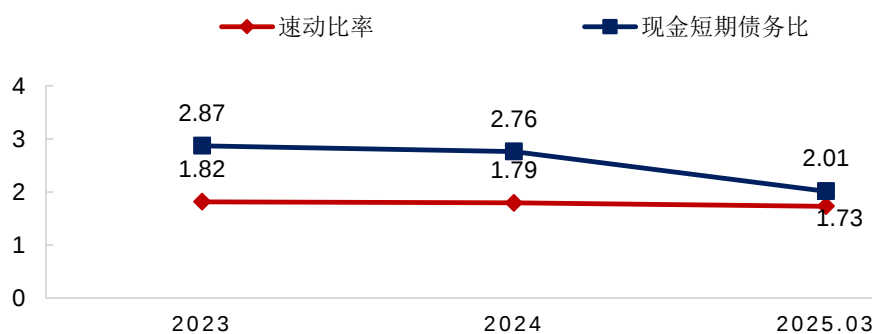
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.83	0.75	1.20
FFO（亿元）	--	1.79	2.87
资产负债率	41.76%	42.43%	42.98%
净债务/EBITDA	--	0.80	0.28
EBITDA 利息保障倍数	--	12.90	17.05
总债务/总资本	29.15%	28.19%	28.85%
FFO/净债务	--	68.34%	260.94%
经营活动现金流净额/净债务	-25.01%	28.64%	109.29%
自由现金流/净债务	-28.92%	-62.85%	-140.16%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性比率整体保持良好水平。2025年3月末公司速动比率为1.73，现金短期债务比为2.01，整体来看，公司负债水平不高，流动性比率指标表现仍较好。

公司货币资金等现金类资产仍较为充足，且作为上市公司，还可进行增发等权益融资。整体来看，公司融资渠道多样，具有一定融资弹性。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月6日），公司本部不存在

未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025 年 6 月 12 日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

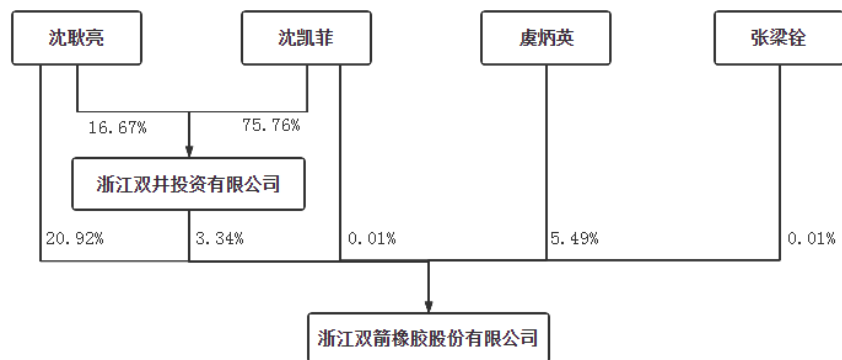
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	3.56	4.07	6.77	8.87
应收账款	7.57	7.89	7.55	6.18
存货	6.53	5.47	4.73	4.92
流动资产合计	21.85	21.76	21.90	22.85
固定资产	10.40	10.51	7.81	7.57
非流动资产合计	16.10	16.21	15.55	12.28
资产总计	37.95	37.96	37.45	35.13
短期借款	0.32	0.00	0.00	0.42
应付票据	2.29	2.08	2.76	3.47
应付账款	3.94	4.18	4.34	3.93
一年内到期的非流动负债	0.34	0.34	0.10	0.04
流动负债合计	8.85	9.08	9.45	9.88
长期借款	0.44	0.46	0.23	0.00
应付债券	5.38	5.38	5.19	5.00
非流动负债合计	7.00	7.03	6.65	5.51
负债合计	15.85	16.11	16.10	15.39
总债务	9.09	8.58	8.66	9.38
其中：短期债务	2.96	2.42	2.87	3.97
长期债务	6.14	6.16	5.79	5.41
所有者权益	22.10	21.86	21.36	19.74
营业收入	6.14	27.13	25.93	23.35
营业利润	0.32	1.84	2.90	1.47
净利润	0.24	1.54	2.44	1.13
经营活动产生的现金流量净额	-0.83	0.75	1.20	1.66
投资活动产生的现金流量净额	0.10	-2.90	-2.55	-1.96
筹资活动产生的现金流量净额	0.24	-0.68	-1.02	4.04
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	3.30	3.88	2.64
FFO（亿元）	--	1.79	2.87	1.54
净债务（亿元）	3.31	2.62	1.10	-0.56
销售毛利率	15.89%	17.63%	20.75%	16.97%
EBITDA 利润率	--	12.15%	14.95%	11.30%
总资产回报率	--	5.41%	8.57%	5.31%
资产负债率	41.76%	42.43%	42.98%	43.81%
净债务/EBITDA	--	0.80	0.28	-0.21
EBITDA 利息保障倍数	--	12.90	17.05	12.56
总债务/总资本	29.15%	28.19%	28.85%	32.21%
FFO/净债务	--	68.34%	260.94%	-274.46%
经营活动现金流净额/净债务	-25.01%	28.64%	109.29%	-294.97%

速动比率	1.73	1.79	1.82	1.82
现金短期债务比	2.01	2.76	2.87	2.66

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年末）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的部分子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	取得方式
桐乡上升胶带有限公司	制造业	100.00%	设立
浙江双箭橡胶销售有限公司	贸易	100.00%	设立
云南红河双箭橡胶有限公司	贸易	100.00%	设立
金平双箭橡胶有限公司	制造业	100.00%	设立
DoubleArrowAustraliaPtyLtd	贸易	100.00%	非同一控制下企业合并
浙江环能传动科技有限公司	制造业	80.00%	非同一控制下企业合并
桐乡德升胶带有限公司	制造业	100.00%	设立
浙江双箭国际贸易有限公司	贸易	100.00%	设立
浙江台升智能输送科技有限公司	制造业	100.00%	设立
桐乡和济乌镇护理院有限公司	养老服务	100.00%	设立

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流（FCF）	经营活动产生的现金流（OCF）-资本支出
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（本年资产总额+上年资产总额）/2×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	（流动资产-存货）/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号