

科强股份 (873665)

轨交优势筑业绩基本盘，持续优化多品类业务布局

增持 (首次)

2025年03月30日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

证券分析师 余慧勇

执业证书: S0600524080003

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书: S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	283.95	349.65	336.76	372.12	442.34
同比	1.84	23.14	(3.69)	10.50	18.87
归母净利润 (百万元)	52.42	75.28	62.10	71.69	87.81
同比	23.08	43.62	(17.50)	15.44	22.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.40	0.58	0.48	0.55	0.68
P/E (现价&最新摊薄)	34.40	23.95	29.03	25.15	20.53

投资要点

■ **科强股份：专注特种高性能橡胶制品，光伏与轨交细分赛道优势显著。**公司成立于 2001 年，围绕多种高性能特种橡胶制品的配方和工艺装备技术，已形成以硅胶板、车辆贯通道棚布、橡胶密封制品、特种胶带胶布为主的产品构成，应用于光伏、轨道交通设备、石油石化、钢铁冶金等多个细分领域，与国内众多大型企业如隆基绿能、青岛欧特美、晶科能源、晶澳科技、伊卡路斯，以及大型知名央企中石油、中石化等开展合作。2020-2023 年在下游高铁大铁路车辆恢复性增长及光伏行业扩产驱动下，公司实现归母净利润 0.54/0.43/0.52 /0.75 亿元，复合增长率为 11.47%。2024 年，受光伏行业产能过剩影响，硅胶板业务销售收入降幅较大，同业竞争激烈导致销售价格下降及毛利率下降，公司业绩快报预计 2024 年实现归母净利润为 6210 万元，同比-17.50%。

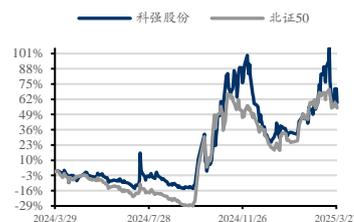
■ **橡胶制品市场空间稳步扩增，细分应用需求差异化明显。**橡胶制品行业是国民经济的重要基础产业，涵盖密封、缓冲、防腐、传送等核心功能。下游细分应用领域对橡胶制品需求规模差异较大，细分制品类型呈现“轮胎主导、多领域协同”的格局，轮胎、橡胶板管带、橡胶零件三大领域在我国独立核算工业企业橡胶制品收入构成中合计占比约 7 成，而再生橡胶、胶鞋等细分赛道通过绿色化、高端化转型实现差异化竞争。根据《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，2021-2025 年橡胶工业总量保持平稳增长，但年均增长稍低于以前水平。前瞻产业研究院数据预计到 2029 年中国橡胶制品营收规模将达到 3600 亿元左右。

■ **优势主业稳步增长筑业绩基本盘，持续优化多品类业务布局。**1) **车辆贯通道棚布：**配方和生产工艺优异，部分产品能够在满足与国际厂商同等性能基础上，实现更优的价格和服务，广泛应用于复兴号、和谐号、国内地铁车辆，并随主机单位出口至印度、澳大利亚、土耳其、伊朗等国际市场。受出厂新车数量以及运营车辆维护需求的双重影响，具备充足市场空间。2) **硅胶板：**产品可满足通常性能要求，并在使用寿命（层压次数）、生产门幅方面行业领先。2020-2022 年公司在国内太阳能硅胶板市场份额 47%，具有较高的市场地位。3) **橡胶密封制品：**用于石油石化领域易挥发性液体存储装置的一、二次动态密封和石油炼化、钢铁冶金领域尾气存储装置的橡胶密封，需要日常维护与定期保养更换，具备稳定的市场需求。4) **特种胶带胶布制品：**类别丰富，多细分场景齐驱，支撑公司业务稳步提升。

■ **盈利预测与投资评级：**公司在车辆贯通道棚布及太阳能硅胶板细分领域竞争优势显著，并深化橡胶密封和特种胶带胶布制品市场拓展，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.62/0.72/0.88 亿元，对应 PE 估值分别为 29.03/25.15/20.53 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**1) 原材料价格波动;2) 下游景气度下降;3) 客户需求变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.90
一年最低/最高价	6.88/16.99
市净率(倍)	2.41
流通 A 股市值(百万元)	502.70
总市值(百万元)	1,676.87

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.36
资产负债率(% ,LF)	14.43
总股本(百万股)	129.99
流通 A 股(百万股)	38.97

相关研究

内容目录

1. 科强股份：专注特种高性能橡胶制品，光伏与轨交细分赛道优势显著	4
1.1. 二十余年行业深耕积累，打造特种高性能橡胶制品优势企业	4
1.2. 专注高性能特种橡胶制品，布局光伏/轨交/石油石化等多个领域	6
1.3. 光伏产能过剩致使硅胶板收入下滑，车辆棚布为营收占比最高的分业务	7
2. 橡胶制品市场空间稳步扩增，细分应用需求差异化明显	10
2.1. 橡胶制品：具备密封、缓冲、防腐、传送等功能，应用领域广泛繁杂	10
2.2. 整体规模保持平稳增长趋势，细分市场“轮胎主导、多领域协同”	11
2.3. 海外厂商具备先发领先优势，高性能橡胶制品竞争格局较优	12
3. 优势主业稳步增长筑业绩基本盘，持续优化多品类业务布局	15
3.1. 优势主业：光伏与轨交市占率国内领先，市场需求充足支撑业绩基本盘	15
3.2. 深化布局：橡胶密封制品利润空间可观，轻型橡胶输送带细分场景多样	18
3.3. 新材料拓展：研发布局有机硅合成革，目标汽车内饰市场	20
4. 盈利预测与投资建议	22
5. 风险提示	24

图表目录

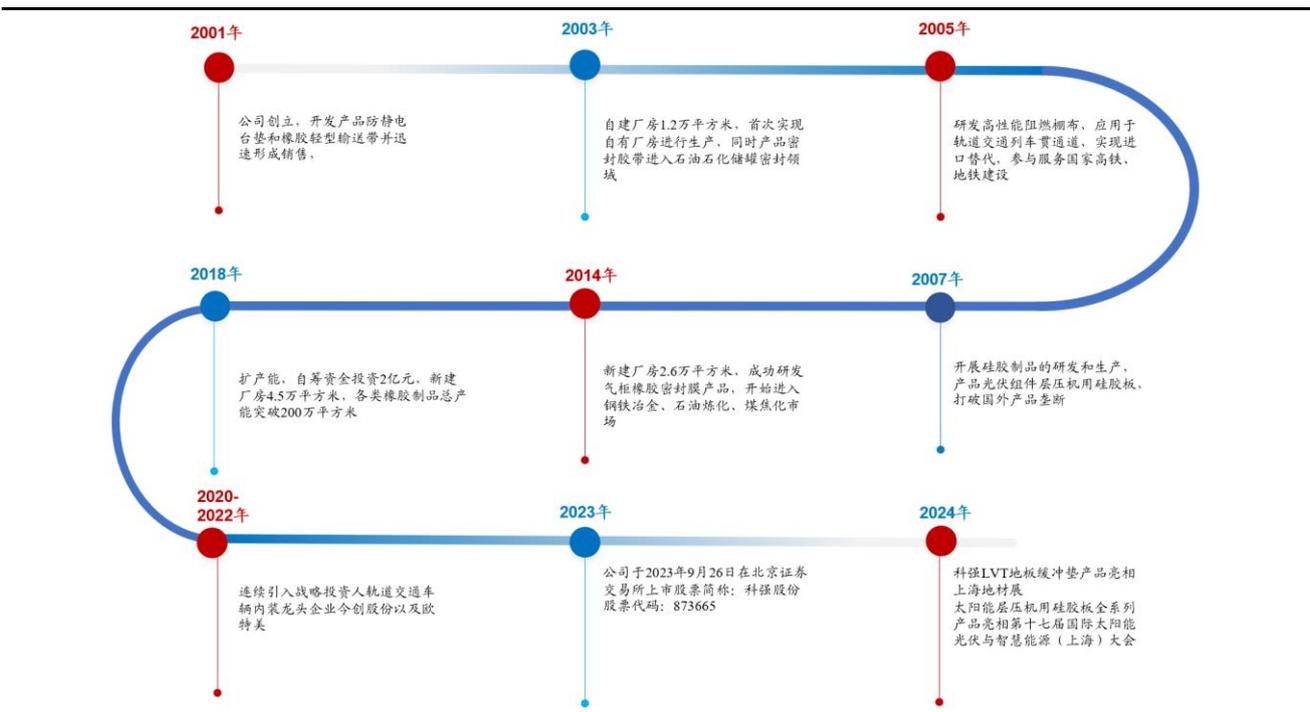
图 1:	科强股份发展历程.....	4
图 2:	科强股份股权结构图（截至 2025 年 3 月 26 日）.....	5
图 3:	科强股份产品业务布局图.....	7
图 4:	2020-2024 年前三季度营业收入及同比增速.....	8
图 5:	2020-2024 年前三季度归母净利润及同比增速.....	8
图 6:	2020-2024H1 公司分产品营业收入.....	8
图 7:	2020-2024H1 年公司各项业务毛利率.....	8
图 8:	2020-2024Q1-3 公司毛利率与净利率情况.....	9
图 9:	2020-2024Q1-3 公司期间费用率情况.....	9
图 10:	常用橡胶品种特点及用途.....	10
图 11:	橡胶制品行业产业链分布情况.....	11
图 12:	2020 年我国独立核算工业企业橡胶制品收入细分行业构成.....	11
图 13:	2016-2023 年我国橡胶制品行业销售规模（亿元）.....	12
图 14:	2017-2023 年我国胶管胶带行业总产值（亿元）.....	12
图 15:	2024-2029 年中国橡胶制品行业营收规模预测（亿元）.....	12
图 16:	行业内主要企业.....	13
图 17:	2023 年中国橡胶制品市场集中度（单位：%）.....	14
图 18:	2025 年中国光伏新增装机预测.....	15
图 19:	2025 年主流增量国家占全球光伏新增装机比重.....	15
图 20:	光伏组件行业产业链.....	16
图 21:	公司硅胶板主要应用于光伏组件的生产环节.....	16
图 22:	2011-2021 高铁动车组累计车辆数量与高铁累计里程数配比关系.....	16
图 23:	2011-2021 我国城市轨道交通累计里程数与城市轨道交通运营车辆配比关系.....	16
图 24:	2010-2024 年中国高铁营业历程.....	17
图 25:	2024 年各城市城轨交通运营线路长度（单位：公里）.....	17
图 26:	2020-2025 年存量车辆维修市场空间测算.....	18
图 27:	2022-2025 年车辆贯通棚布市场需求预测.....	18
图 28:	2010-2023 中国炼油厂日均产能.....	19
图 29:	2010-2024 中国粗钢产量.....	19
图 30:	2022-2025 年储罐密封件和气柜密封膜的市场空间预测.....	19
图 31:	公司输送带产品类型与规格.....	20
图 32:	全球有机硅合成皮革总体规模（百万美元）.....	21
图 33:	有机硅合成皮革细分应用市场占比.....	21
图 34:	分业务盈利预测.....	23
表 1:	公司主要管理层与研发人员简介.....	5
表 2:	可比公司估值（截至 2025 年 3 月 27 日）.....	24

1. 科强股份：专注特种高性能橡胶制品，光伏与轨交细分赛道优势显著

1.1. 二十余年行业深耕积累，打造特种高性能橡胶制品优势企业

科强股份（证券代码：873665）成立于 2001 年，致力于特种高性能橡胶（布、板、带）制品的研发、生产和销售，为全球客户提供密封、缓冲、防腐、传送等领域的系统解决方案，主要产品包括硅胶板、车辆风挡折棚棚布、橡胶密封制品、轻型橡胶输送带等，与国内众多大型企业如隆基绿能、青岛欧特美、晶科能源、晶澳科技、伊卡路斯，以及大型知名央企中石油、中石化等开展合作。2023 年 9 月 26 日，公司成功在北交所上市。截至 2024 年 6 月 30 日，公司拥有 85 项专利，其中包括 6 项发明专利，技术优势显著，被认定为国家高新技术企业、国家专精特新“小巨人”企业，是中国橡胶标委会委员单位、中国橡塑机械协会理事单位。凭借公司在行业内和细分应用市场的影响力，公司参与了 HG/T4070-2008《硅橡胶板》、HG/T4237-2011《制卡层压机用硅胶缓冲垫》、HGT 2793-2023《工业用导电和抗静电橡胶板》等行业标准的起草制定。

图1：科强股份发展历程

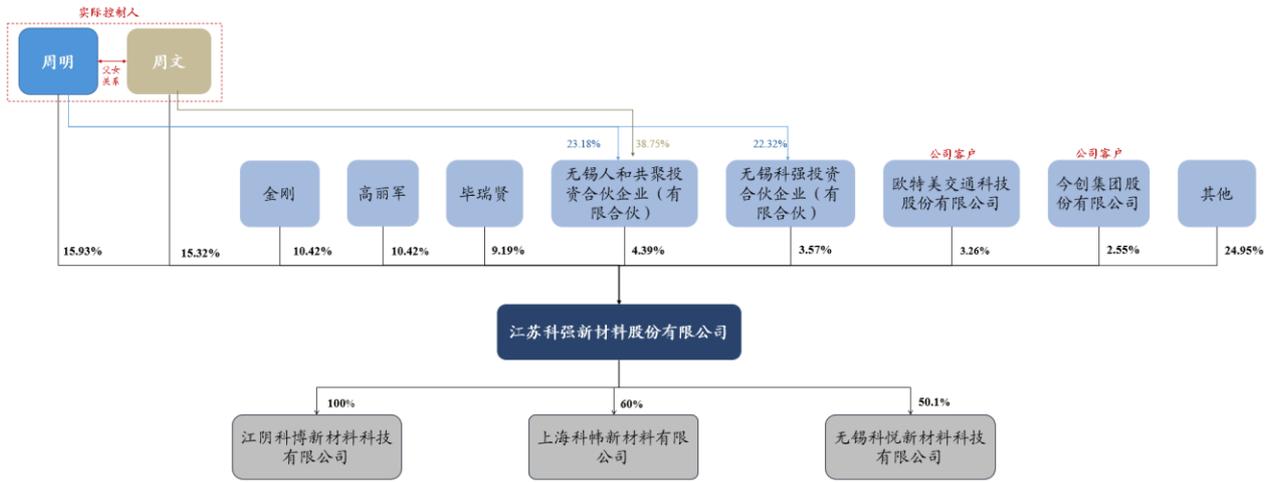


数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

股权结构较为集中，子公司间协同效应显著。截至 2025 年 3 月 6 日，公司董事长周明先生直接持有公司 15.93% 的股份，并通过人和共聚、科强投资控制公司 7.96% 的股份，为公司控股股东。公司董事周文女士系周明先生之女，持有公司 15.32% 的股份。由此，周明先生及周文女士合计控制公司 39.21% 的股份表决权，二者共同为公司实际控

制人。2020-2023 年间，公司连续引入战略投资人轨道交通车辆内装龙头企业今创股份以及欧特美， 两家客户的入股表明市场对公司在轨道交通领域技术实力和市场地位的认可，有助于公司在轨道交通车辆市场持续深耕发展。公司现拥有 3 家控股公司，子公司间业务覆盖新材料技术研发、塑料、橡胶制品制造、销售、服务，具备较好的业务协调效应。

图2：科强股份股权结构图（截至 2025 年 3 月 26 日）



数据来源：天眼查，东吴证券研究所

管理层行业经验丰富，研发团队实力雄厚。公司董事长周明先生从业经历已超四十载，积累了深厚的行业资源与管理经验，于 2001 年 8 月起担任科强股份董事长兼总经理，在多家关联公司担任重要职务，作为核心技术人员为研发方向提供指导。董事、副总经理金刚自 1986 年起在橡胶等行业积累了深厚的经营管理和业务拓展经验，还身兼多家关联公司职务及江苏省橡胶工业协会副会长。公司研发实力强劲，自主研发 6 米宽鼓式硫化机、一体化生产设备，联合研发柔性防辐射橡胶面料，控股子公司研发有机硅合成革，为公司在高性能特种橡胶领域的发展筑牢技术根基。

表1：公司主要管理层与研发人员简介

姓名	职务	主要经历
周明	董事长,董事	1960 年出生，2001 年 8 月至今，历任江阴科强塑胶科技有限公司董事长、江阴市广鑫机械有限公司执行董事兼总经理、无锡人和共聚投资合伙企业(有限合伙)及无锡科强投资合伙企业(有限合伙)执行事务合伙人、无锡科悦新材料科技有限公司执行董事、江苏科强新材料股份有限公司董事长。
金刚	董事,副总经理	1966 年出生，2001 年 8 月至今，担任科强股份董事兼副总经理；2010 年 6 月至 2021 年 1 月,担任江阴科强塑胶科技有限公司董事;2016 年 4 月至今,担任江阴市广鑫机械有限公司监事 2022 年 6 月至今,担任无锡科悦新材料科技有限公司监事。
沈建东	董事,副总经理	1968 年出生，2001 年 8 月至今，历任科强股份研发总监、董事、副总经理、技术质量中心负责人；2010 年 6 月至 2021 年 1 月,担任江阴科强塑胶科技有限公司董事;2016 年 4 月至今,担任江阴市广鑫机械有限公司监事。

毕瑞贤	董事	1952年3月出生,1971年4月至1979年4月于江苏滨淮农场插队,1979年4月至2001年8月于国营江阴皮革总厂任采购经理,2001年8月至2016年12月担任科强有限监事,2016年12月至今担任科强股份董事、副经理。
周文	董事	1986年10月出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科学历。2008年8月至今,历任科强股份董事长、采购部副经理、董事;2016年4月至2021年1月,担任江阴科强塑胶科技有限公司监事;2017年3月至今,担任江阴市广鑫机械有限公司执行董事兼总经理。

数据来源: iFinD, 企查查, 东吴证券研究所

1.2. 专注高性能特种橡胶制品, 布局光伏/轨交/石油石化等多个领域

专注高性能特种橡胶制品, 服务于光伏/轨交/石油石化/钢铁冶金等多个领域。围绕多种高性能特种橡胶制品的配方和工艺装备技术, 公司已形成以硅胶板、车辆贯通道棚布、橡胶密封制品、特种胶带胶布等为主的产品构成, 主要应用于光伏、轨道交通设备、石油石化、钢铁冶金等多个细分领域。其中:

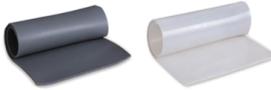
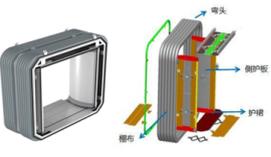
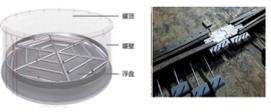
1) 硅胶板: 分为太阳能硅胶板产品和其他硅胶板制。太阳能硅胶板应用于光伏组件生产, 配套于光伏层压设备, 属于光伏组件生产过程中的易消耗品。其他硅胶板可制成木业加工真空覆膜机专用硅胶板、玻璃覆膜用硅胶板制、卡机用硅胶缓冲垫、人造大理石用硅胶垫及盖板、生产 PVC 地板用缓冲垫、生产防火板用缓冲垫、电子行业 CCL、PCB 用硅胶缓冲垫等, 起到密封真空、缓冲等功效。

2) 车辆贯通道棚布: 用于连接高铁、地铁、轻轨、通道式大巴等车辆车厢, 实现密封、缓冲、减震、降噪、阻燃和风挡等功能, 可分为硅胶/芳纶棚布和海帕龙/聚酯棚布。硅胶/芳纶棚布以硅胶为主要原料, 以芳纶为主要骨架材料; 海帕龙/聚酯棚布以海帕龙为主要原料, 以聚酯布为主要骨架材料。

3) 橡胶密封制品: 分为储罐橡胶密封件和气柜橡胶密封膜。其中, 储罐橡胶密封件应用于石油化工领域, 在原油、汽柴油、芳烃、醇等易挥发液体化学品的储存过程中, 对相应的储存装置进行一、二次橡胶动态密封。气柜橡胶密封膜应用于石油炼化、钢铁冶金领域, 在火炬气、转炉煤气、高炉煤气及焦炉煤气等尾气回收、储存、再利用环节, 对相应的储存装置进行橡胶密封。

4) 特种胶带胶布: 包括轻型橡胶输送带、橡胶充气船用胶布、桥梁缆索用缠包带、压滤板、防水卷材、挡水板、围油栏等多种产品。轻型橡胶输送带运用于食品加工、物流运输、娱乐健身、机场运输、纺织印染、农产品加工等轻工业领域。其他胶带胶布产品主要根据客户特定性能需求进行定向开发和生产, 或者由公司自主研发产品并正在逐渐进行推广, 各类产品性能、用途差异较大。

图3: 科强股份产品业务布局图

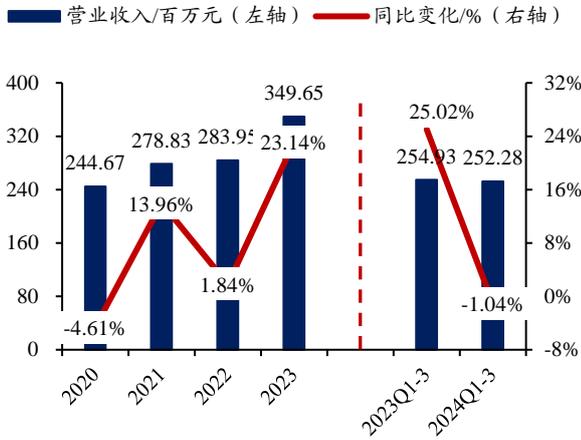
产品名称	图示	产品功能	应用领域
硅胶板		应用于各类层压功能的专业设备或独立作为缓冲垫,起到缓冲吸震密封作用,具备耐用耐热、稳定性安全性好的特性。	太阳能硅胶板产品主要应用于光伏组件生产,配套于光伏层压设备,属于光伏组件生产过程中的易消耗品,其他硅胶板经不同处理可应用于多个行业。
车辆贯通道棚布		连接于高铁、地铁、轻轨、通道式大巴等车辆的车厢之间,主要实现密封、缓冲、减震、降噪、阻燃和风挡等功能,具备阻燃性能、全天候配方、粘合力强等特性。	主要应用于高铁、地铁、轻轨、通道式大巴等交通设备。
橡胶密封制品		对石油石化、钢铁冶金等领域所存储的液体或气体进行密封,具备耐介质、耐高温、耐屈挠、耐老化、抗撕裂、阻燃性、耐磨性等其他各项性能。	储罐橡胶密封件主要应用于石油、化工领域,气柜橡胶密封膜主要应用于石油炼化、钢铁冶金领域。
特种胶带胶布制品		以聚酯或聚酰胺织物等骨架材料作为传送物料的强大层,单面或双面涂覆橡胶等高分子弹性体,经压延、硫化等工艺后形成的橡胶胶布,具备耐高低温、握持力强和接头强度高的特性。	主要包括轻型橡胶输送带、橡胶充气船用胶布、桥梁缆索用缠包带、压滤板、防水卷材、挡水板、围油栏等多种产品。

数据来源:公司公告,东吴证券研究所

1.3. 光伏产能过剩致使硅胶板收入下滑, 车辆棚布为营收占比最高的分业务

营收与归母净利润持续增长, 势头良好。2020-2023 年, 公司实现营业收入 2.45/2.79/2.84/3.50 亿元, 复合增长率为 12.60%; 实现归母净利润 0.54/0.43/0.52/0.75 亿元, 复合增长率为 11.47%。2020-2023 年公司归母净利润和营收体量稳步增长主要原因系下游高铁大铁路车辆恢复性增长及光伏行业扩产, 导致车辆棚布及硅胶板销售金额较大幅度增加。2024 年, 受光伏行业产能过剩影响, 硅胶板业务销售收入降幅较大, 同业竞争激烈导致销售价格下降及毛利率下降。2024Q1-3 公司实现营业收入 2.52 亿元, 同比降低 1.04%; 实现归母净利润 0.50 亿元, 同比降低 6.22%。根据公司业绩快报, 预计 2024 年实现归母净利润为 6210.36 万元, 同比下降 17.50%。

图4：2020-2024 年前三季度营业收入及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

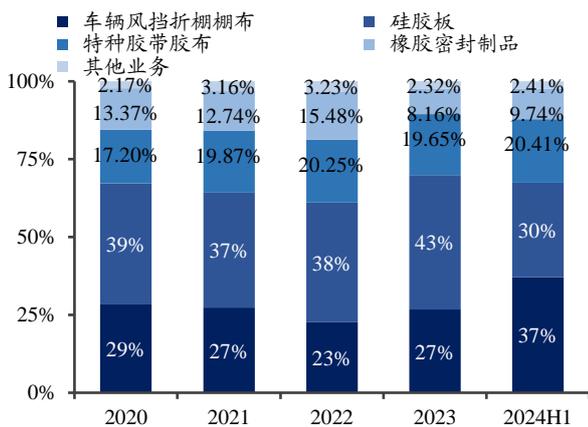
图5：2020-2024 年前三季度归母净利润及同比增速



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

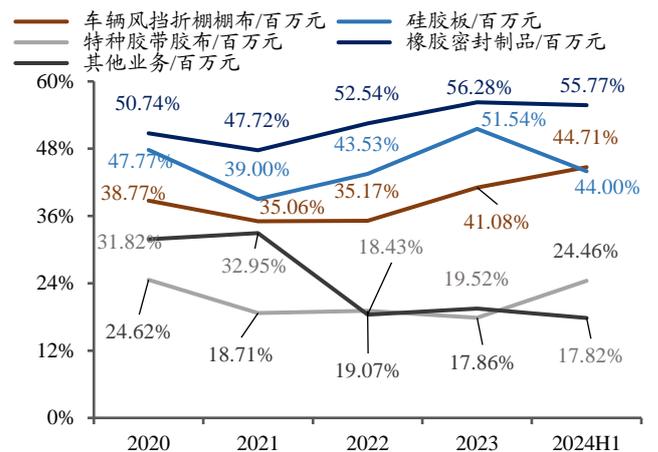
光伏产能过剩致使硅胶板收入下滑，车辆风挡折棚棚布已成为营收占比最高的分业务。分产品来看，受益于高铁大铁路车辆市场增长，公司车辆风挡折棚棚布收入占比由2020年的29%提升至2024H1的37%，首次成为公司收入占比最高的分业务；该业务毛利率水平亦由2020年的38.77%提升至2024H1的44.71%。硅胶板业务中，太阳能硅胶板占比较高（2022年末收入占硅胶板营收的70%以上），2024年以来，受光伏产能过剩导致量价下降影响，硅胶板业务占比已由2023年的43%下降至2024H1的30%，毛利率亦由2023年的51.54%下降至2024H1的44.00%。

图6：2020-2024H1 公司分产品营业收入



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图7：2020-2024H1 年公司各项业务毛利率



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2024 年受光伏业务影响，公司盈利能力有所下滑。2023 年公司销售毛利率 41.77%，同比+4.5pct；销售净利率 21.47%，同比+3.01pct，主要受益于高铁大铁路车辆市场恢复

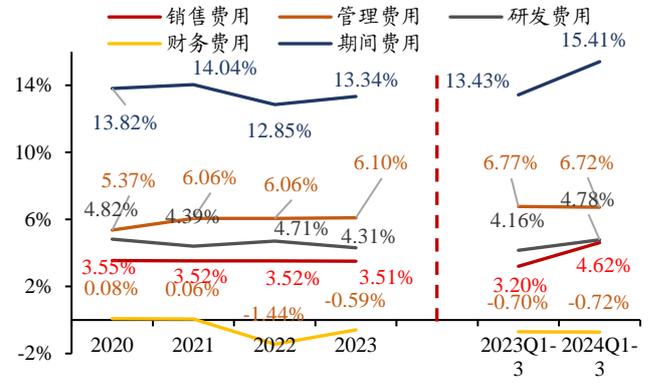
性增长，以及光伏行业扩产需求旺盛。2024 年以来，受光伏行业竞争加剧影响，公司盈利能力有所下滑，2024Q1-3 公司毛利率同比下滑 2.53pct 至 40.02%，销售净利率同比下滑 1.85pct 至 19.01%。期间费用率方面，2024Q1-3 公司销售费用率/研发费用率分别同比增长 1.42pct/0.62pct 至 4.62%/4.78%，其他期间费用率基本保持稳定。

图8：2020-2024Q1-3 公司毛利率与净利率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

图9：2020-2024Q1-3 公司期间费用率情况



数据来源：iFinD，东吴证券研究所

2. 橡胶制品市场空间稳步扩增，细分应用需求差异化明显

2.1. 橡胶制品：具备密封、缓冲、防腐、传送等功能，应用领域广泛繁杂

橡胶制品行业是国民经济的重要基础产业，涵盖密封、缓冲、防腐、传送等核心功能。橡胶制品指以生胶（天然橡胶、合成橡胶、再生胶等）为主要原料，以各种配合助剂和骨架材料为辅料，经炼胶、压延、硫化等工序制造而成的各类产品，还包括利用废橡胶再生产的橡胶制品。橡胶制品的共同特点是具有特殊的高弹性，优异的耐磨、减震、绝缘和密封等性能，通过选定不同的原材料、不同的骨架材料、不同的配方设计以及不同的生产工艺所生产的橡胶制品在耐磨、减震、绝缘和密封等性能上存在一定差异。橡胶制品种类和规格繁多，某些特定的配方技术和工艺技术能够使得橡胶制品除了具备常规性能外，还具备耐高温、耐候、耐介质、耐腐蚀、抗撕裂等某一种或多种特殊性能，从而能够满足特定的性能需求和应用场景。

图10：常用橡胶品种特点及用途

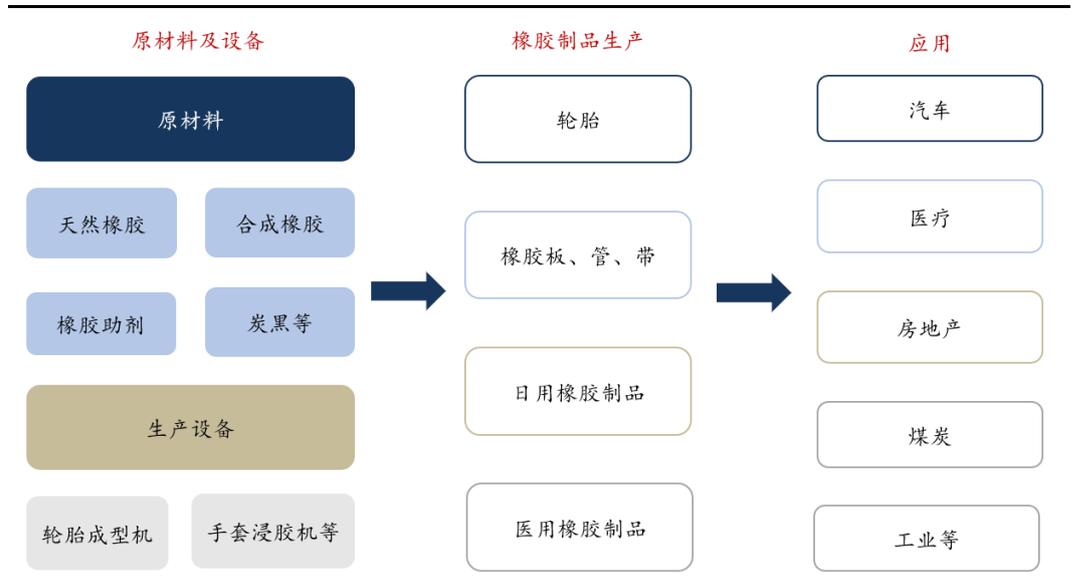
品种(代号)	组成	主要用途
天然橡胶(NR)	以橡胶烃(聚异戊二烯)为主,另含少量蛋白质、水分、树脂酸、糖类和无机盐等	轮胎、减振制品、胶辊胶鞋、胶管、胶带、电线电缆的绝缘层和护套以及其他
丁苯橡胶(SBR)	丁二烯和苯乙烯的共聚体	代替天然橡胶制作轮胎、胶板、胶管、胶鞋及其他通用制品
顺丁橡胶(BR)	丁二烯聚合而成的顺式结构橡胶,全名为顺式1,4-聚丁二烯橡胶	轮胎胎面、减振制品、输送带和特殊耐寒制品
异戊橡胶(IR)	是以异戊二烯为单体,聚合而成的一种顺式结构橡胶	轮胎、胶鞋、胶管、胶带以及其他通用制品
氯丁橡胶(CR)	是以氯丁二烯为单体、乳液聚合而成的聚合体	要求抗臭氧耐老化性高的重型电缆护套耐油、耐化学腐蚀的胶管、胶带和化工设备衬里;耐燃的地下采矿用橡胶制品以及各种垫圈、模型制品、密封圈、黏结剂等
丁基橡胶(HR)	异丁烯和少量异戊二烯或丁二烯的共聚体	内胎、水胎、气球电线电缆绝缘层、化工设备衬里及防振制品、耐热输送带、耐热老化的胶布制品等
丁腈橡胶(NBR)	丁二烯和丙烯腈的共聚体	耐油制品,如胶管、密封圈、贮油槽衬里、耐热输送带
乙丙橡胶(EPM)	乙烯和丙烯的共聚体,一般分为二元乙丙橡胶和三元乙丙橡胶两类	化工设备衬里、电线电缆包皮、蒸汽胶管、耐热输送带、汽车配件车辆密封条
硅橡胶(SI)	含硅、氧原子的特种橡胶,其中起主要作用的是硅元素,故名硅橡胶	耐高温、低温制品(如胶管、密封件等)及耐高温电线电缆绝缘层、食品及医疗工业
氟橡胶(FPM)	含氟单体共聚而得的有机弹性体	耐真空、耐高温、耐化学腐蚀的密封材料、胶管及化工设备衬里
聚氨酯橡胶(UR)	聚酯(或聚醚)与异氰酸酯类化合物聚合而成	轮胎及耐油、耐苯零件、垫圈、防振制品等,以及其他需要高耐磨、高强度和耐油的场合,如胶辊、齿形同步带、实心轮胎等
聚丙烯酸酯橡胶(AR)	丙烯酸酯与丙烯腈乳液共聚而成	耐油、耐热、耐老化的制品,如密封件、耐热油软管、化工衬里等
氯磺化聚乙烯橡胶(CSM)	用氯和二氧化硫处理(即氯磺化)聚乙烯后再经硫化而成	臭氧发生器上的密封材料,耐油垫圈、电线电缆包皮以及耐腐蚀件和化工衬里
氯醚橡胶(CO)	环氧氯丙烷均聚或由环氧氯丙烷与环氧乙烷共聚而成	胶管、密封件、薄膜和容器衬里、油箱、胶辊,是制作油封、水封的理想材料
氯化聚乙烯橡胶(CPE)	是乙烯、氯乙烯与氯乙炔的三元聚合体	电线电缆护套、胶管、胶带、胶辊、化工衬里。与聚乙烯掺和电线电缆绝缘层
聚硫橡胶(T)	脂肪族烃类或醚类的二卤衍生物(如三氯乙烷)与多硫化钠的缩聚物	密封腻子或油库覆盖层

数据来源：工据查，东吴证券研究所

橡胶制品是连接基础材料与高端制造的重要环节。橡胶制品产业链呈现“上游资源约束、中游技术驱动、下游需求分化”的特征。上游以天然橡胶、合成橡胶及辅助材料为核心，受国际大宗商品价格与地理资源分布影响显著。中游环节通过混炼、成型、硫

化等工艺将原材料转化为高附加值产品，技术壁垒与细分领域专业化程度决定企业竞争力。下游应用场景广泛，涵盖汽车、轨道交通、光伏、建筑、医疗、日常消费品等领域。

图11: 橡胶制品行业产业链分布情况

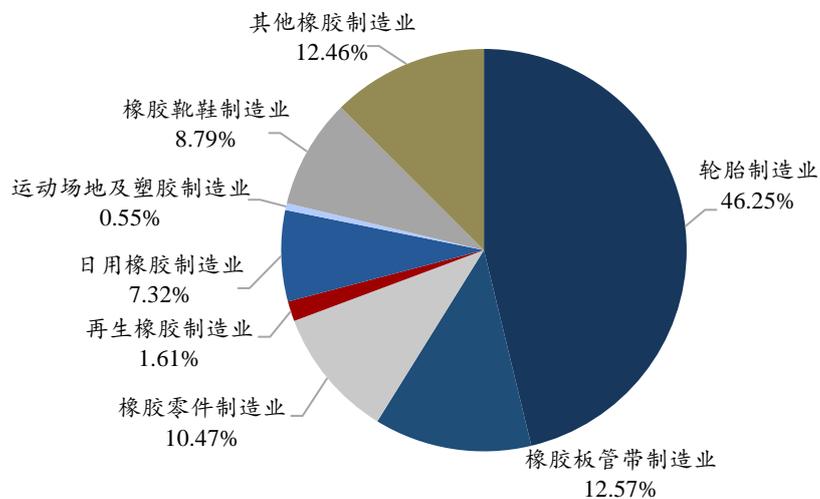


数据来源: 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

2.2. 整体规模保持平稳增长趋势，细分市场“轮胎主导、多领域协同”

下游细分应用领域对橡胶制品需求规模差异较大。橡胶制品在工业产业链中的主要功能是为下游产业提供配套基础部件或配件，细分产品类型呈现“轮胎主导、多领域协同”的格局，轮胎、橡胶板管带、橡胶零件三大核心领域在我国独立核算工业企业橡胶制品收入构成中合计占比约七成，而再生橡胶、胶鞋等细分赛道通过绿色化、高端化转型实现差异化竞争。根据《中国橡胶工业年鉴 2021 年版》，2020 年期间橡胶工业全部独立核算工业企业的橡胶制品收入中，轮胎制品收入占比为 46%，橡胶板管带制品收入占比为 13%，橡胶零件制品收入占比为 10%，三者合计占比约 69%。

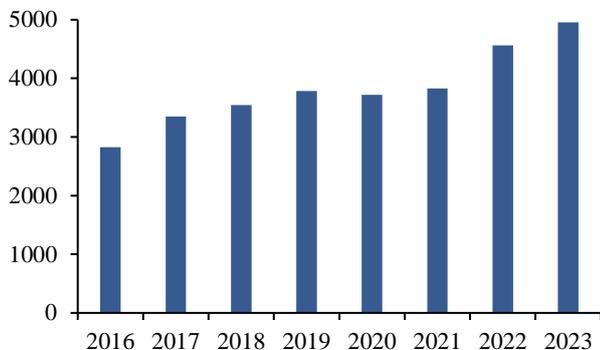
图12: 2020 年我国独立核算工业企业橡胶制品收入细分行业构成



数据来源: 《中国橡胶工业年鉴 2021 年版》，东吴证券研究所

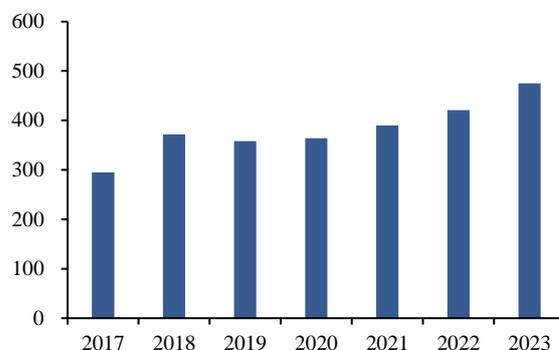
我国是胶管胶带产销大国，产品全，可满足多需求，根据中国橡胶工业协会数据统计，作为非轮胎橡胶制品领域最大子行业，我国胶管胶带工业总产值从2017年的296.80亿元增长至2023年的476.25亿元，年均复合增长率为8.2%，整体保持增长趋势。

图13: 2016-2023年我国橡胶制品行业销售规模(亿元)



数据来源：中国橡胶工业协会数据，普华有策，东吴证券研究所

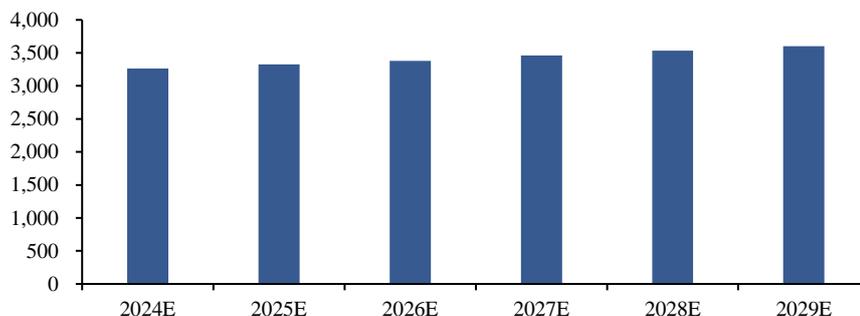
图14: 2017-2023年我国胶管胶带行业总产值(亿元)



数据来源：中国橡胶工业协会数据，普华有策，东吴证券研究所

橡胶行业是国民经济的重要基础产业之一，既为人们提供日常生活不可或缺的日用、医用等轻工橡胶产品，又向采掘、交通、建筑、机械、电子等重工业和新兴产业提供各种橡胶制生产设备或橡胶部件。根据《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》，“十四五”期间，橡胶工业总量要保持平稳增长，但年均增长稍低于以前水平。前瞻产业研究院数据预计，到2029年中国橡胶制品营收规模将达到3600亿元左右。

图15: 2024-2029年中国橡胶制品行业营收规模预测(亿元)



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

2.3. 海外厂商具备先发领先优势，高性能橡胶制品竞争格局较优

国内与国外竞争主要体现在高性能产品市场的竞争。在橡胶制品竞争格局中，欧美、日本等发达国家的大型先进橡胶制品生产商，经营时间较长，品牌认可度较高，产品范围广，已形成跨国跨地区的大规模专业化生产集团，行业竞争优势明显。我国橡胶传动行业的市场化程度较高，但起步较晚，市场呈现出较为明显的市场分化情况。在中高端市场，少数企业通过自主研发和技术吸收消化，结合市场需求研发具有自身特点的橡胶产品，在市场上具有较高的品牌知名度和市场份额，形成了一定的品牌优势。而在中低

端市场，以中小型企业为主技术水平较低，环境污染高、能耗高，缺乏核心技术和自主研发能力，产品主要集中在中低端，产品同质化严重，利润率较低，市场竞争较为激烈。

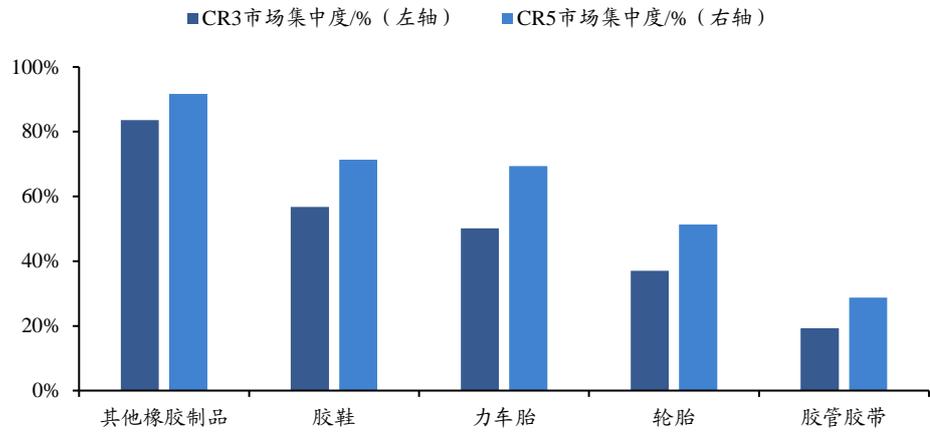
图16: 行业内主要企业

企业名称		企业简介
国际	Bando Chemical Industries, Ltd. (阪东化学)	是一家专门从事各种工业动力和输送传动带的制造销售的企业。公司的产品广泛应用于汽车、工业、建筑、机械、家电和电子等领域。
	Mitsuboshi (三之星)	全球知名的工业用机带专业制造商，是一家综合性的橡胶和塑料制造商，产品包括汽车传动带、精密设备、农业机械、工厂和配送仓库输送带等。
	Continental AG (大陆集团)	主要产品包括轮胎，制动系统，车身稳定控制系统，以及其他汽车和运输行业零部件等，作为一家制造全系列传动带的企业，公司生产的传动带包括三角带、多楔带、同步带、特种皮带等，应用于工业、农业、运输等领域。
	Gates Corporation (盖茨)	是橡胶V带和其他传动带产品市场的领导者之一。公司的产品线包括汽车、工业、农业和能源市场的传动带、水泵、冷却系统以及液压和液力传动产品等，业务遍及全球100多个国家。
	Optibelt (欧皮特)	该公司是一家专注于生产各种传动皮带的公司，公司的产品应用于汽车、工业、建筑和农业等领域，在传动带和输送带领域享有很高的声誉。欧皮特同时在20多个国家拥有多个生产基地和销售办事处。
国内	三力士	致力于橡胶V带研究、生产和销售。三力士生产的橡胶V带产品按工艺可分为包布带和切割带；按结构和用途可分为普通V带、窄V带、联组V带、农业机械用变速传动V带、汽车V带、多楔带、同步带等，产品广泛应用在工业设备、农用机械、运输机械等领域。
	双箭股份	主要从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售，公司生产的橡胶输送带产品按骨架材料分为棉帆布芯输送带、尼龙帆布芯输送带、聚酯帆布芯输送带、整芯输送带、钢丝绳芯输送带、芳纶输送带和陶瓷输送带等，产品广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等需要物料输送的行业。
	三维股份	公司已形成“化工、交通”两大领域，轨道交通、橡胶制品、化纤三大主业的发展格局，下游客户涵盖机械、冶金、电力、矿业、建材和港口等行业。在橡胶制品领域，三维股份主营橡胶输送带和传动V带，能够向市场提供超过千项细分种类产品。
	丰茂股份	主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等。其中，传动系统部件包括传动带、张紧轮等产品；流体管路系统部件包括进气系统管路、冷却系统管路等产品；密封系统部件包括制动密封件、油封密封件等产品。公司产品广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。
	锐牛股份	是一家专业从事带传动系统零部件产品研发、生产和销售的公司，主要产品包括传动胶带、橡胶履带及橡胶件，广泛应用于农业机械，以及冶金、油田、港口等工业机械。公司核心产品为农业机械用传动胶带，产品主要应用于水稻、小麦、玉米、大豆、花生、青储机、采棉机等农用收获机械。

数据来源：普华有策，东吴证券研究所

不同细分领域橡胶制品企业间竞争较弱，同一细分领域竞争较为激烈。不同应用领域对橡胶制品性能要求各异，单一的橡胶制品企业难以研发出适用于各行各业、各种用途的所有配方技术，难以针对各个领域生产具有高普适性的标准化橡胶制品。因此，应用于不同下游领域的橡胶制品企业间存在较高的工艺配方技术和客户资源壁垒。然而，由于特定细分领域的橡胶制品市场规模较小，尤其是对于一些技术门槛要求不高、专业性较低的领域，橡胶制品企业之间的竞争非常激烈。对于技术门槛和性能要求高的橡胶制品，由于能够满足相关条件的企业较少，往往能够通过技术优势和产品质量优势在细分市场获取较大市场份额。根据中国橡胶工业协会数据，2023年中国橡胶制品行业的“其他橡胶制品”集中度最高，CR5超过90%；胶鞋和力车胎的市场集中度也较高，CR5在70%以上，轮胎行业CR5在52%以上，胶管胶带行业市场集中度最低，CR5为30%。

图17: 2023年中国橡胶制品市场集中度(单位: %)



数据来源: 中国橡胶工业协会, 前瞻产业研究院, 东吴证券研究所

3. 优势主业稳步增长筑业绩基本盘，持续优化多品类业务布局

3.1. 优势主业：光伏与轨交市占率国内领先，市场需求充足支撑业绩基本盘

1、硅胶板

公司长期从事硅胶板的研发和生产，用于各类层压功能的专业设备或独立作为缓冲垫使用，下游行业包括光伏（太阳能层压机）、木业加工、玻璃覆膜、制卡缓冲、大理石胶垫、PVC 地板缓冲垫、防火板用缓冲、CCL 和 PCB 缓冲等需要真空密封、缓冲、层压等各类领域和场景。

光伏需求高增阶段已过，行业进入平稳增长阶段。公司生产的硅胶板主要用于太阳能光伏组件层压机生产晶硅组件，从而直接受下游光伏产业太阳能电池组件产量及规格的影响。从光伏产业链来看，2024H1 硅料瓶颈释放后，光伏行业产出大幅释放，需求增速放缓，推动全环节价格加速下跌，行业进入经营性现金输血阶段，产业链价格见底，光伏需求高增阶段已过，需求平稳增长新时期开启。据 TrendForce 集邦咨询数据，全球光伏装机从 2019 年的 113GW 快速增长至 2023 年的 462GW，年均复合增长率达 42.3%，在经历了前 5 年的高增速后，预计 2025 年起，全球光伏新增装机增速将大幅回落，进入到调整阶段，2025 年全球光伏新增装机达 596 GW，同比+6.0%；2025 年中国光伏新增装机达 265GW，同比增长约 1%，整体增速大幅放缓。

图18：2025年中国光伏新增装机预测



数据来源：TrendForce，东吴证券研究所

图19：2025年主流增量国家占全球光伏新增装机比重



数据来源：TrendForce，东吴证券研究所

光伏领域竞争优势明显，市占率国内领先。1) 技术：公司自主研发和设计了太阳能硅胶板的相应配方、工艺和生产设备，掌握了硅胶板生产的相关核心技术，产品除了能够满足太阳能硅胶板的通常性能要求外，在使用寿命（层压次数）、生产门幅方面处于行业领先水平。公司的最大生产门幅可达 6 米，能够满足各种规格大小的光伏层压机需求和不同尺寸光伏组件的层压需求。2) 设备：公司自主研发的生产设备实现了压延和硫化等工艺环节的有机结合，能够提高产品性能的稳定性和生产效率，从而能够降低下游客户硅胶板采购成本，提升光伏组件生产的良品率。3) 客户：公司客户涵盖了国内光伏组件、组机生产的大部分龙头企业，包括晶科能源、晶澳科技、天合光能、通威

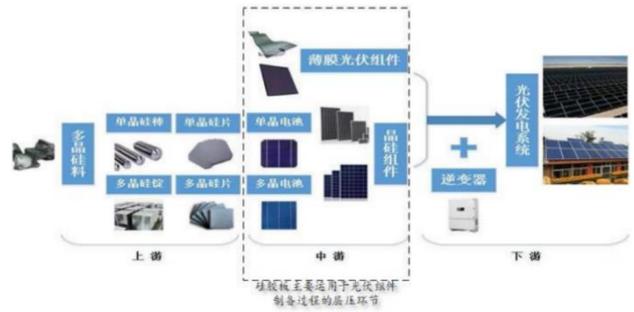
集团、阿特斯、协鑫集成。2020-2022 年，公司在国内太阳能胶板市场占有率约为 46.64%，具有较高的市场地位。此外，公司的胶板产品还销往韩国、泰国、印度、越南、马来西亚、南非、墨西哥、意大利、新加坡和中国台湾等国家和地区，获得了境外厂商的认可。

图20: 光伏组件行业产业链



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图21: 公司胶板主要应用于光伏组件的生产环节



数据来源：CPIA，东吴证券研究所

2、车辆风挡折棚棚布

公司生产的车辆风挡折棚棚布主要安装于交通工具车厢连接处，起到密封、隔音的作用，主要应用于铁路客运、城市轨道交通等交通工具，直接相关的最终产品为各类轨道交通车辆。公司产品作为车辆零部件随车出厂，在使用一定时间后需要进行更换。因此，车辆风挡折棚棚布的需求受到出厂新车数量以及运营车辆维护需求的双重影响。伴随铁路行业投资、现有车辆维保市场将同步扩张，公司车辆风挡折棚棚布业务具备充足市场空间。

图22: 2011-2021 高铁动车组累计车辆数量与高铁累计里程数配比关系

年度	高铁动车组车辆数 (万辆) (A)	高铁里程数 (万公里) (B)	配比关系 (A/B)
2011	0.6792	0.66	1.03
2012	0.8566	0.94	0.92
2013	1.0464	1.10	0.95
2014	1.3696	1.65	0.83
2015	1.7648	1.98	0.89
2016	2.0688	2.30	0.90
2017	2.3480	2.52	0.93
2018	2.6048	2.99	0.87
2019	2.9319	3.54	0.83
2020	3.1340	3.79	0.83
2021	3.3221	4.00	0.83
平均值			0.89

数据来源：公司上市第一轮问询回复文件，东吴证券研究所

图23: 2011-2021 我国城市轨道交通累计里程数与城市轨道交通运营车辆配比关系

年度	城市轨道交通运营车辆 (辆) (A)	城市轨道交通累计运营里程数 (公里) (B)	配比关系 (A/B)
2011	9,945.00	1,742.00	5.71
2012	12,611.00	2,077.00	6.07
2013	14,366.00	2,746.00	5.23
2014	17,300.00	3,173.00	5.45
2015	19,941.00	3,618.00	5.51
2016	23,791.00	4,152.80	5.73
2017	28,125.00	5,033.00	5.59
2018	34,012.00	5,761.40	5.90
2019	40,998.00	6,736.20	6.09
2020	49,424.00	7,969.70	6.20
2021	57,300.00	9,206.80	6.22
平均值			5.79
2019-2021 平均值			6.17

数据来源：公司上市第一轮问询回复文件，东吴证券研究所

(1) **高铁动车组**：根据国家发改委《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，

到 2025 年预计我国高铁里程数量将达到 5 万公里。截至 2024 年底，我国高铁历程数量累计 4.8 万公里，投产高铁新线 2457 公里。

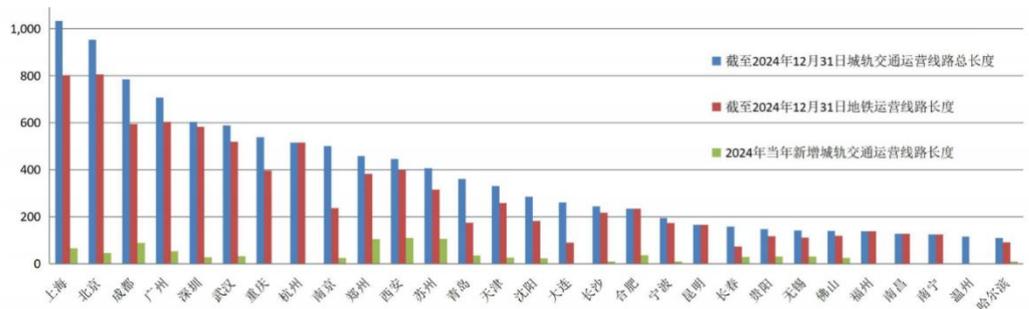
图24：2010-2024 年中国高铁营业历程



数据来源：Wind，东吴证券研究所

(2) 城市轨道交通：根据中国城市轨道交通协会统计，截至 2024 年底，中国内地累计有 58 个城市投运城轨道交通线路 362 条，线路长度累计 1.22 万公里。其中，2024 年新增城轨交通运营线路 953.04 公里，核减运营线路 8.81 公里。

图25：2024 年各城市城轨交通运营线路长度（单位：公里）



数据来源：中国城市轨道交通协会，东吴证券研究所

(3) 存量维修市场：高铁用车辆贯通道棚布通常使用寿命约 12 年，地铁用车辆贯通道棚布通常使用寿命约为 15 年左右。从国铁集团 2024 年招标公告看，动车组高级修两次招标，三、四、五级修分别 56 组、268 组和 509 组，相对于 2023 年 108 组五级修招标（实际完成情况多于招标），2024 年高级修进入放量阶段的信号较为明显，结合动车组列车 2013-2016 年的采购高峰期，高级修的持续性有较强支撑。

图26：2020-2025年存量车辆维修市场空间测算

项目	计算方法	2020	2021	2022	2023	2024	2025
高铁维保车辆数(辆)	A: 根据12年前新增高铁车辆数	840	568	872	2128	2384	1774
高铁维保棚布需求量(万平方米)	$B=A/8*7*50/10000$	3.68	2.49	3.82	9.31	10.43	7.76
城轨维保车辆数(辆)	C: 根据15年前城轨新增车辆数	-	468	716	1,050	949	2,806
城轨维保棚布需求量(万平方米)	$D=C/6*5*70/10000$	-	2.73	4.18	6.13	5.54	16.37
存量市场合计(万平方米)	$E=B+D$	3.68	5.22	7.99	15.44	15.97	24.13

数据来源：公司上市第一轮问询回复文件，东吴证券研究所（注：2023-2025为预测值）

性能、服务与成本三重优势，部分产品成功替代国际厂商，国内市场份额领先。公司于2006年开始研发和生产车辆贯通道棚布，配方和生产工艺达到多个行业指标要求，相关技术能够满足我国铁路局、国铁集团标准，并满足EN45545-2 R1HL3 阻燃等级标准，部分产品能够替代国际厂商部分产品，与国际厂商直接竞争。同时，从服务和成本上，公司立足于本土，在为国内下游客户提供产品中，能够减少运输成本、人力成本，提升服务响应速度，从而在满足同等产品性能基础上，公司价格和服务更具优势。在产品性能、服务和成本等三方面综合因素考虑下，公司车辆贯通道棚布产品已经形成了较强的竞争力，广泛应用于复兴号、和谐号等高铁动车组列车和国内地铁车辆，并随主机单位出口，应用于印度、澳大利亚、土耳其、伊朗等国际轨道交通项目。2020-2022年，公司该类产品销量占国内市场规模的比例分别约为65.32%、67.84%和70.64%。

图27：2022-2025年车辆贯通道棚布市场需求预测

项目	单位：万平方米	
	2022年	2023年-2025年平均
新增高铁市场空间	8.11	13.75
新增地铁市场空间	36.04	76.19
存量市场空间	7.99	18.51
合计	52.14	108.45

数据来源：公司上市第二轮问询回复文件，东吴证券研究所

3.2. 深化布局：橡胶密封制品利润空间可观，轻型橡胶输送带细分场景多样

3、橡胶密封制品

公司生产的橡胶密封制品主要用于石油石化领域易挥发性液体存储装置的一、二次动态密封和石油炼化、钢铁冶金领域尾气存储装置的橡胶密封，防止液体挥发，减少污染气体排放，提升能源利用效率。上述领域所使用的橡胶密封产品均属于大型胶布制品，除了需要满足耐腐蚀、耐高温、耐介质、耐磨等性能外，对于抗撕裂性能和防泄漏也具有较高要求。由于这两类储罐都属于应急管理中的重大危险源，为确保能源安全，需要进行日常维护，进行定期保养更换，一般而言，气柜密封膜的使用周期通常在5年，储

罐密封使用周期约 8 年，这为气柜橡胶密封膜、储罐橡胶密封件带来稳定的市场需求。

图28: 2010-2023 中国炼油厂日均产能



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图29: 2010-2024 中国粗钢产量



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图30: 2022 -2025 年储罐密封件和气柜密封膜的市场空间预测

储罐密封件	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
全国石油炼化产能 (万吨)	98000	102,351.20	106,895.59	111,641.76
全国储罐数量 (个)	5880	6,141.07	6,413.74	6,698.51
全国新增储罐数量 (个)	220	261.07	272.66	284.77
储罐所需橡胶制品数量 (万平方米)	26.40	31.33	32.72	34.17
存量储罐所需橡胶制品 (万平方米)	81.90	73.50	76.76	80.17
合计	108.30	104.83	109.48	114.34
气柜密封膜	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
全国钢铁产量 (万吨)	101,795.90	106,885.70	112,229.98	117,841.48
全国钢铁企业气柜容量 (万立方米)	4,774	5,012.94	5,263.59	5,526.77
新增气柜数量 (万立方米)		238.71	250.65	263.18
全国存量气柜每年更换数量 (万立方米)	971	954.85	1,002.59	1,052.72
气柜所需橡胶制品数量 (万平方米)	43.50	53.47	56.14	58.95

数据来源: 公司上市第二轮问询回复文件, 东吴证券研究所 (注: 2023-2025 为预测值)

产品质量和使用寿命良好, 降本增效提升成本优势。公司作为自主创新型企业, 在产品配方设计和工艺研发方面进行了大量的投入, 取得了一系列核心配方及工艺, 起到了降低工料成本、节能降耗以及提高良品率的作用, 降低了产品生产成本。在客户资源方面, 公司产品质量和使用寿命获得了下游客户广泛认可, 积累了丰富、稳定的客户资源, 供应于中石油、中石化、宝钢工程技术等全国大型知名央企。在售后服务方面, 除了产品销售外, 在营销人员培训、营销队伍建设等方面持续投入, 使售后服务能够更快速地响应客户的需求, 提供更专业和高效的服务, 公司于 2021 年获得了商品售后服务评价体系五星级服务认证证书。2020-2022 年, 公司储罐密封件产品的国内市场份额约为 18.30%、18.01%和 10.92%, 气柜密封膜产品的国内市场份额约为 12.33%、14.05%

和 9.95%。

4、特种胶带胶布制品

公司以客户需求为导向，不断开发新产品并进行市场开拓，公司特种胶带胶布制品产品类别非常丰富，主要包括轻型橡胶输送带、橡胶充气船用胶布、桥梁缆索用缠包带、压滤板、防水卷材、挡水板、围油栏等多种广泛应用于各种不同领域和场景的几十种橡胶制品。

公司在输送带领域主要侧重于轻型橡胶输送带细分市场。轻型橡胶输送带主要是应用于 PVC、TPU 等轻型输送带无法适用的，对耐高低温、握持力等性能有特殊要求的行业和场景。重型橡胶输送带和 PVC、TPU 等材质的轻型输送带占据输送带市场的绝大多数份额，轻型橡胶输送带的市场规模与其他输送带相比，市场规模较小。根据中国橡胶工业协会《橡胶行业“十四五”发展规划指导纲要》和《中国橡胶工业年鉴（2021 年版）》，2017-2020 年轻型橡胶输送带的产量占当年橡胶输送带总产量的比例为 0.72%、1.09%、0.81%和 1.01%。

图31：公司输送带产品类型与规格

按行业分类	按类型分类	按花纹分类	按材质分类	按颜色分类
食品行业	裙边输送带	人字纹	PVC输送带	白色
物流行业	挡板输送带	工字纹	PU输送带（食品级）	绿色
纺织行业	导条输送带	草纹	硅胶输送带（食品级）	透明
原材料行业	打孔输送带	圆点带一字纹	毛毡输送带	黑色
造纸印刷	转弯机输送带	月牙纹	PVK输送带	蓝色
新能源行业	加海绵输送带	菱形花纹	特氟龙输送带	橘红色
电子行业	封边输送带	钻石纹	PE输送带（食品级）	墨绿色
钢铁行业	加胶皮带	布纹	传动带（同步带）	灰色
海绵行业	耐油 耐腐蚀 输送带	鱼骨纹	聚酯输送带（网带）	黄色
轮胎行业	防静电输送带	直条纹	碳带	
玻璃行业	耐热输送带	平面高尔夫纹	橡胶输送带	
新兴行业	防滑输送带	搓衣板纹		
体育休闲	爬坡输送带	锯齿纹		
包装印刷	开槽输送带			
建筑行业				

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

3.3. 新材料拓展：研发布局有机硅合成革，目标汽车内饰市场

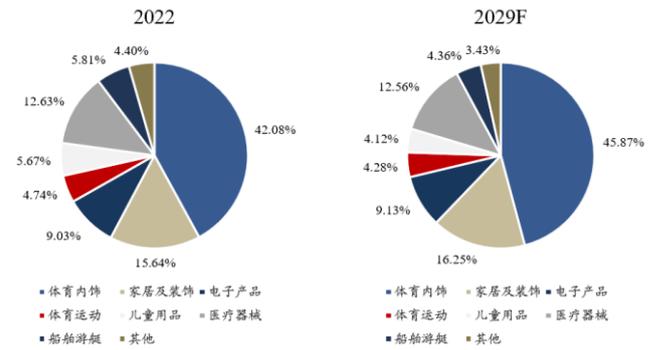
由于耐用性、美观性和多功能性，有机硅合成革在汽车内饰领域的应用有望增加。有机硅合成皮革由于具有易清洁、无刺激性气味、触感亲肤、耐磨损、易于维护、绿色环保等优异特性，实现了高端与可持续发展的完美平衡。伴随汽车产业智能座椅等技术升级，消费者对于中高端汽车追求更好驾驶体验的需求增长，这要求汽车厂商推出更加舒适、更加环保健康的汽车内饰产品，传统真皮的使用比例将呈现下降趋势，同时对 PVC 和 PU 皮革有升级需求，推动了有机硅合成革在汽车内饰中的采用。例如，2021 年陶氏公司与华人运通合作，在高合 HiPhi X 汽车上率先应用有机硅皮革作为内饰材料。此外，2022 年发行的小米 12s Ultra 采用了天跃新材料的有机硅素皮。

图32: 全球有机硅合成皮革总体规模 (百万美元)



数据来源: QYResearch, 东吴证券研究所

图33: 有机硅合成皮革细分应用市场占比



数据来源: QYResearch, 东吴证券研究所

控股子公司无锡科悦新材料科技有限公司, 自 2023 年开始研发有机硅合成革, 目标市场以汽车内饰为主。2023 年 9 月, 公司申请“人造硅胶皮革生产工艺”专利, 通过在涂覆有机硅聚合物的过程中, 添加一些微孔材料, 如纳米氧化铝、二氧化硅等, 形成微孔结构的有机硅膜, 以增加人造硅胶皮革的气体和水分的渗透能力, 提高其舒适性和耐用性。

4. 盈利预测与投资建议

我们将公司收入拆分为车辆风挡折棚棚布、硅胶板、特种胶带胶布、橡胶密封制品和其他业务。

1) 车辆风挡折棚棚布: 轨道交通行业具有投资金额大、建设周期长的特性,受政府和政策引导因素显著,在铁路行业和城市轨道交通投资稳步释放的趋势下,现有车辆维保市场同步扩张,将为公司车辆贯通道棚布业务提供充足的市场空间。公司布局海帕龙/聚酯棚布和硅胶/芳纶棚布的各类不同结构产品,用于高铁、地铁、大巴等应用场景,客户包括今创集团、欧特美、伊卡路斯、九方制动等交通设备制造配套企业,轨道交通市占率国内领先,通过研发创新和产品结构优化,盈利能力有望提升。预计 2024-2026 年公司车辆风挡折棚棚布业务实现营收 1.26/1.42/1.73 亿元,毛利率分别为 42.26%/43.10%/43.60%。

2) 硅胶板: 公司从事硅胶板产品生产和销售长达 18 年,是硅胶板行业标准的起草单位之一,公司太阳能硅胶板相关技术和质量获得下游客户广泛认可,长期供货于我国国内主要光伏组件、组机生产厂商。此外,公司硅胶板还包括广泛应用于各行各业的其他硅胶板产品,如木业加工真空覆膜机、玻璃覆膜、制卡机用硅胶缓冲垫、人造大理石用硅胶垫及盖板、生产 PVC 地板用缓冲垫、生产防火板用缓冲垫、电子行业 CCL、PCB 用硅胶缓冲垫等。考虑到光伏需求高增阶段已过,市场竞争加剧,公司硅胶板盈利可能受累承压。预计 2024-2026 年公司硅胶板业务实现营收 1.01/1.01/1.07 亿元,毛利率分别为 40.26%/39.23%/38.34%。

3) 特种胶带胶布: 公司特种胶带胶布制品产品类别丰富,广泛应用于食品加工、物流运输、娱乐健身、机场运输、纺织印染、农产品加工等领域,公司该产品主要是根据客户需要所开发的满足客户特定性能需求的各类产品,主要根据客户定制生产。由于该产品应用领域广泛、客户类型及数量众多,预计该类产品的需求将长期存在,通过研发创新和产品结构优化,盈利能力有望提升。我们预计 2024-2026 年公司特种胶带胶布业务实现营收 0.70/0.80/1.04 亿元,毛利率分别为 22.10%/22.70%/23.10%。

4) 橡胶密封制品: 石油石化、钢铁冶金行业具有较强周期性,且属于高耗能、高污染行业。随着国家供给侧改革、对“碳中和”、“碳达峰”战略目标的逐步落实,预计未来石油石化产业将延续小幅增长趋势,钢铁冶金产业产能短期内不会增长。同时,政策端对于“重点行业单位产值污染物排放强度、总量实现双下降”的相关要求使得相关企业对于火炬气、转炉煤气、高炉煤气及焦炉煤气等尾气回收、储存、再利用将更加重视,将有利于产业内加大绿色环保管控的相关设备投入,通过研发创新和产品结构优化,盈利能力有望提升。我们预计 2024-2026 年公司橡胶密封制品业务实现营收 0.31/0.39/0.51 亿元,毛利率分别为 55.78%/56.15%/56.89%。

图34: 分业务盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	278.83	283.95	349.65	336.76	372.12	442.34
营收增速/%	13.96%	1.84%	23.14%	-3.69%	10.50%	18.87%
毛利率/%	34.82%	37.27%	41.77%	38.08%	39.09%	39.09%
其中: 车辆风挡折棚棚布						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	76.16	64.34	93.51	125.75	141.85	173.40
营收增速/%	8.96%	-15.51%	45.32%	34.48%	12.81%	22.24%
毛利率/%	35.06%	35.17%	41.08%	42.26%	43.10%	43.60%
其中: 硅胶板						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	102.97	109.00	150.78	101.06	100.73	107.18
营收增速/%	8.76%	5.86%	38.33%	-32.97%	-0.33%	6.40%
毛利率/%	39.00%	43.53%	51.54%	40.26%	39.23%	38.34%
其中: 特种胶带胶布						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	55.39	57.49	68.72	70.48	80.23	103.60
营收增速/%	31.66%	3.79%	19.52%	2.57%	13.83%	29.13%
毛利率/%	18.71%	19.07%	17.87%	22.10%	22.70%	23.10%
其中: 橡胶密封制品						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	35.51	43.95	28.54	31.08	39.07	50.65
营收增速/%	8.56%	23.76%	-35.06%	8.91%	25.70%	29.63%
毛利率/%	47.72%	52.54%	56.28%	55.78%	56.15%	56.89%
其中: 其他						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入/百万元	8.80	9.17	8.10	8.39	10.23	7.52
营收增速/%	65.35%	4.20%	-11.60%	3.47%	22.04%	-26.52%
毛利率/%	32.95%	18.43%	19.52%	17.82%	45.31%	46.30%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于以上收入拆分,我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 3.37/3.72/4.42 亿元,同比增速为-3.69%/10.50%/18.87%;实现归母净利润 0.62/0.72/0.88 亿元,同比增速为-17.50%/15.44%/22.48%;毛利率水平分别为 38.08%/39.09%/39.09%。

可比公司:我们选取主营业务以及主要产品等与科强股份较为类似的天铁股份、丰茂股份和海达股份作为可比公司。其中,1) **天铁股份:**主营隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品,主要应用于交通领域,涵盖城市轨道交通、高速铁路、重载铁路和普通铁路。2) **丰茂股份:**主营精密橡胶零部件,产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等,广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。3) **海达股份:**主营高端装备配套用橡胶零配件产品,围绕密封、减振两大基本功能,为全球客户提供密封、减振系统解决方案,产品广泛应用于轨道交通、建筑、汽车、航运等领域。

盈利预测与投资建议:公司形成了以硅胶板、车辆贯通道棚布、橡胶密封制品、轻

型橡胶输送带等多项产品为主的产品结构，在车辆贯通道棚布及太阳能硅胶板细分领域具备显著的竞争优势，并逐步深化橡胶密封制品和轻型橡胶输送带的市场拓展，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.62/0.72/0.88 亿元，对应 PE 估值分别为 29.03/25.15/20.53 倍。可比公司估值如下表，首次覆盖，给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值 (截至 2025 年 3 月 27 日)

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (P/E)		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300587.SZ	天铁股份	4.68	11.66	54.58	0.28	2.29	3.56	195.64	23.80	15.34
301459.SZ	丰茂股份	57.41	0.80	45.93	1.59	1.87	2.20	28.89	24.56	20.88
300320.SZ	海达股份	11.88	6.01	71.43	1.61	2.35	3.20	44.36	30.39	22.32
平均值								89.63	26.25	19.51
873665.BJ	科强股份	13.87	1.30	18.03	0.62	0.72	0.88	29.03	25.15	20.53

数据来源: wind, 东吴证券研究所。其中, 可比公司估值来自 wind, 科强股份盈利预测来自东吴北交所。

5. 风险提示

1) 原材料价格波动风险。公司主要原材料为橡胶 (主要是硅橡胶、海帕龙、丁腈橡胶、氟橡胶及其他合成橡胶) 和工业用布 (芳纶布、聚酯布及其他工业用布) 等。如果将来原材料价格持续大幅波动, 公司又无法将原材料价格波动风险及时向下游转移, 将存在因原材料价格波动带来业绩下滑的风险。

2) 下游行业景气度下降风险。公司生产的高性能橡胶密封制品主要应用于光伏、轨道交通、石油石化和钢铁冶金等领域。如果未来下游行业景气度下滑, 则公司所生产产品的下游应用市场空间也将出现下滑的可能, 从而使得公司未来经营业绩面临大幅下滑的风险。

3) 主要客户的市场需求变化。公司主要客户市场需求稳定、持续, 下游市场需求持续稳定增长, 公司不存在因主要客户市场需求不确定性而导致业绩大幅下滑的风险。但是, 若出现未来宏观经济环境和行业政策发生不利变化、市场竞争加剧、下游客户需求发生变化等不利情形, 公司未能及时调整经营策略或未能保持技术优势, 将可能导致核心竞争力受影响, 进而导致公司业绩下滑。

科强股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	645	723	804	921	营业总收入	350	337	372	442
货币资金及交易性金融资产	311	346	426	467	营业成本(含金融类)	204	209	227	269
经营性应收款项	254	274	275	334	税金及附加	4	4	4	5
存货	74	98	97	113	销售费用	12	20	22	23
合同资产	3	3	4	4	管理费用	21	23	24	29
其他流动资产	3	1	2	3	研发费用	15	17	18	22
非流动资产	155	156	151	145	财务费用	(2)	(3)	(4)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	2	1	2	1
固定资产及使用权资产	118	113	107	100	投资净收益	1	2	2	2
在建工程	0	5	8	9	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	27	27	26	26	减值损失	(12)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	86	71	85	102
其他非流动资产	9	10	10	10	营业外净收支	2	2	0	1
资产总计	800	879	955	1,067	利润总额	88	73	85	103
流动负债	111	128	133	156	减:所得税	13	11	13	15
短期借款及一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	净利润	75	62	72	88
经营性应付款项	88	103	105	125	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	7	6	7	8	归属母公司净利润	75	62	72	88
其他流动负债	16	18	21	23	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.58	0.48	0.55	0.68
非流动负债	3	2	2	2	EBIT	90	69	81	99
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	101	82	94	112
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.77	38.08	39.09	39.09
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	21.53	18.44	19.27	19.85
其他非流动负债	3	2	2	2	收入增长率(%)	23.14	(3.69)	10.50	18.87
负债合计	113	130	135	159	归母净利润增长率(%)	43.62	(17.50)	15.44	22.48
归属母公司股东权益	680	742	813	901					
少数股东权益	7	7	7	7					
所有者权益合计	687	748	820	908					
负债和股东权益	800	879	955	1,067					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	43	45	87	44	每股净资产(元)	5.23	5.71	6.26	6.93
投资活动现金流	(62)	(19)	(41)	(32)	最新发行在外股份(百万股)	130	130	130	130
筹资活动现金流	174	0	0	0	ROIC(%)	13.49	8.26	8.74	9.73
现金净增加额	155	26	46	12	ROE-摊薄(%)	11.07	8.37	8.81	9.74
折旧和摊销	12	13	13	13	资产负债率(%)	14.14	14.83	14.13	14.88
资本开支	(6)	(10)	(8)	(6)	P/E (现价&最新股本摊薄)	23.95	29.03	25.15	20.53
营运资本变动	(55)	(25)	4	(53)	P/B (现价)	2.65	2.43	2.22	2.00

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>