

# 深圳瑞华泰薄膜科技股份有限公司 2022 年度向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【63】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

# 深圳瑞华泰薄膜科技股份有限公司2022年度向不特定对象发行可转换公司债券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 | A    | A    |
| 评级展望   | 稳定   | 稳定   |
| 瑞科转债   | A    | A    |

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：深圳瑞华泰薄膜科技股份有限公司（以下简称“瑞华泰”或“公司”，股票代码：688323.SH）系国内当前投产及在建产能规模最大的高性能 PI 薄膜厂商，一定程度上具备进口替代的产能及技术基础。但 2023 年以来的行业“价格战”持续压缩公司盈利空间，且公司产品结构改善不及预期，综合折旧及利息费用侵蚀，2024 年公司亏损面进一步拉大，目前中美贸易战加剧全球经济不确定性，或影响公司产品需求，且公司在技术实力和产能方面仍有提升空间，预期 2025 年公司盈利改善难度仍较大；此外，前期嘉兴基地一期项目建设已抬高公司杠杆水平，为尽快追赶同国外厂商的产能差距，目前公司新增规划项目，考虑到嘉兴基地一期项目尚未满产，新项目或进一步加大公司产能消化压力和杠杆水平。

## 评级日期

2025 年 4 月 29 日

## 联系方式

项目负责人：游云星  
youyx@cspengyuan.com

项目组成员：张睿婕  
zhangrj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径          | 2024   | 2023   | 2022   |
|---------------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 25.64  | 24.47  | 23.17  |
| 归母所有者权益       | 9.43   | 9.99   | 10.32  |
| 总债务           | 13.24  | 12.04  | 11.21  |
| 营业收入          | 3.39   | 2.76   | 3.02   |
| 净利润           | -0.57  | -0.20  | 0.39   |
| 经营活动现金流净额     | 1.38   | 0.61   | 0.90   |
| 净债务/EBITDA    | 14.12  | 16.26  | 7.45   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.32   | 1.09   | 2.50   |
| 总债务/总资本       | 58.40% | 54.65% | 52.08% |
| FFO/净债务       | 0.11%  | -2.36% | 6.32%  |
| EBITDA 利润率    | 23.39% | 23.28% | 35.30% |
| 总资产回报率        | -1.01% | -0.08% | 2.70%  |
| 速动比率          | 0.64   | 0.84   | 1.97   |
| 现金短期债务比       | 0.82   | 2.30   | 5.16   |
| 销售毛利率         | 19.00% | 26.56% | 38.33% |
| 资产负债率         | 63.22% | 59.17% | 55.47% |

注：公司 2023 年 FFO 指标为负，故 FFO/净债务指标为负。

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 正面

- 公司系国内当前投产及在建产能最大的 PI 薄膜厂商，在市占率提升方面具备产能及技术基础。国内高性能 PI 薄膜市场进口替代空间广阔，但受制于产能及技术限制，国产 PI 薄膜市占率仅有 10%-20%，公司是国内少数具备宽幅生产线自主设计能力的厂家之一，2024 年末投产产能 1,850 吨/年，在建年产能 850 吨/年，位列国内厂商首位。

## 关注

- 2024 年公司产品结构调整不及预期，亏损面进一步拉大，预期短期公司盈利较难改善。受限于技术、产能壁垒等不利条件，2024 年公司高附加值产品开拓情况不及预期，高性能 PI 薄膜毛利率同比继续下滑 7.61 个百分点，叠加利息及折旧费用侵蚀，公司连续第二年亏损。考虑到公司在技术实力、产能等方面仍有提升空间，且中美贸易战背景下全球不确定性加剧，或对公司需求造成不利影响，2025 年公司盈利改善压力仍较大。
- 产能扩张持续加速，债务负担较大。为尽快追赶与国外厂商的产能差距，改善供应和研发瓶颈，嘉兴基地一期项目建设进度较快，银团贷款、可转债接续上马，2024 年末公司资产负债率上升至 63.22%。目前嘉兴基地一期项目的建设已接近尾声，但为进一步抢占国产替代的空间，同时摊薄嘉兴基地折旧成本，公司新规划了高速通讯柔性基材与轨道交通通用功能聚酰亚胺薄膜项目（以下简称“嘉兴基地二期项目”），目前嘉兴基地一期项目的产能利用率尚不高，上述项目或进一步加大公司产能消化压力，且目前公司账面货币资金有限，若上述项目采用债权融资，将进一步抬升公司杠杆水平。
- 公司无实际控制人。截至 2025 年 3 月末，公司仍无实际控制人和控股股东，且股权仍较为分散，可能存在股东意见不一致而无法决策或控制权发生变化进而影响生产经营和业务发展的风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。债务方面，虽然公司杠杆水平较高，但目前公司经营性活动现金流持续净流入，短期债务风险仍可控；盈利方面，在国内厂商中，公司具备产能及技术优势，有望在进口替代中率先获益。综合来看，短期内公司财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标            | 瑞华泰        | 国风新材       |
|---------------|------------|------------|
| 总资产           | 25.64      | 43.38      |
| 营业收入          | 3.39       | 13.62      |
| 营业收入同比增速      | 22.88%     | 1.16%      |
| 销售毛利率         | 19.00%     | 2.79%      |
| 毛利率同比变化情况     | -7.55 个百分点 | -1.14 个百分点 |
| 归属于上市公司股东的净利润 | -0.57      | -0.70      |
| 资产负债率         | 63.22%     | 35.65%     |
| PI 薄膜总产能（吨/年） | 2,700      | 1,500 余    |

注：（1）上表为 2024 年数据；（2）国风新材营业收入、毛利率指标为薄膜材料板块数据，国风新材薄膜材料板块还包括聚酯基膜、聚丙烯薄膜等；（3）PI 薄膜总产能数据包括已投产和在建产能。

资料来源：WIND、瑞华泰 2024 年度报告、国风新材 2024 年度报告，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     | 评分等级             | 评分要素     | 评分等级         |
|----------|------------------|----------|--------------|
| 宏观环境     | 4/5              | 初步财务状况   | 3/9          |
| 业务状况     | 行业&运营风险状况<br>5/7 | 财务状况     | 杠杆状况<br>3/9  |
|          | 行业风险状况<br>4/5    |          | 盈利状况<br>弱    |
|          | 经营状况<br>5/7      |          | 流动性状况<br>4/7 |
| 业务状况评估结果 | 5/7              | 财务状况评估结果 | 3/9          |
| 调整因素     | ESG 因素           |          | 0            |
|          | 重大特殊事项           |          | 0            |
|          | 补充调整             |          | 1            |
| 个体信用状况   |                  |          | <b>a</b>     |
| 外部特殊支持   |                  |          | 0            |
| 主体信用等级   |                  |          | <b>A</b>     |

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）考虑到下列因素，补充调整“+1”：a.在中美贸易冲突的背景下，PI 薄膜的国产替代空间将不断加大，公司系当前国内投产及在建产能最大的 PI 薄膜厂商，且在装备技术、生产工艺等方面具有优势，公司有望率先获益于国产替代；b.公司短期偿债压力处于可控范围，且经营活动现金流持续净流入。

## 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    |
|------|----------|----------|-----------|-----------|
| 瑞科转债 | 4.30     | 4.2999   | 2025-1-24 | 2028-8-18 |

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年8月发行6年期4.30亿元瑞科转债，其中3.30亿元计划用于嘉兴高性能聚酰亚胺薄膜项目，1.00亿元用于补充流动资金及偿还银行借款。截至2025年4月22日，瑞科转债募集资金专项账户余额合计为56.42万元。

## 二、 发行主体概况

受可转债转股影响，跟踪期内公司股本略有增长，截至2025年3月末，公司股本为1.80亿元。

公司仍无实际控制人和控股股东。截至2024年末，公司第一大股东航科新世纪科技发展（深圳）有限公司持有公司23.38%股权，第二大股东国投高科持有公司11.37%股权，前两大股东的实际控制人均为国务院国有资产监督管理委员会。公司核心员工及核心技术人员通过上海泰巨尧坤企业管理合伙企业（有限合伙）（原“深圳泰巨科技投资管理合伙企业（有限合伙）”，以下简称“泰巨尧坤”）间接持股，核心员工包括副董事长兼总经理、副总经理、技术总监、财务总监等。跟踪期内，前三大股东持股比例未发生变更。此外，公司持股5%以上股东无质押公司股权情况。

## 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。展望二季度，外部形势严峻复杂，关税冲击和大国博弈下出口和失业率面临压力，关税或拖累名义GDP增速2个百分点。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。宏观政策延续积极表述，将加大内需对冲力度，进一步扩内需促消费稳外贸。货币政策适度宽松，保持流动性充裕，二季度降准有望先行落地，配合政府债发行，降息将根据内外部变化相机抉择，结构性工具降息可期，加大稳定股市楼市力度，进一步促消费和支持科技创新等领域。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，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，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。

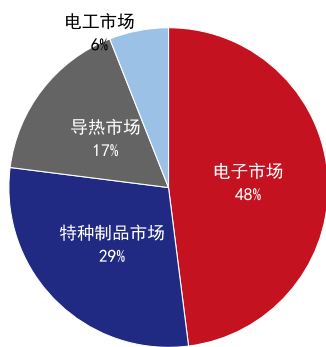
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

### 行业环境

全球贸易壁垒加剧的大背景下，PI薄膜国产替代需求或进一步提升，但国内厂商在产能及工艺方面仍有较大提升空间；此外，2024年热控PI薄膜“价格战”继续冲击国内PI薄膜厂商盈利能力，且美国关税冲击加大全球经济衰退概率，整体需求走势面临较大不确定性

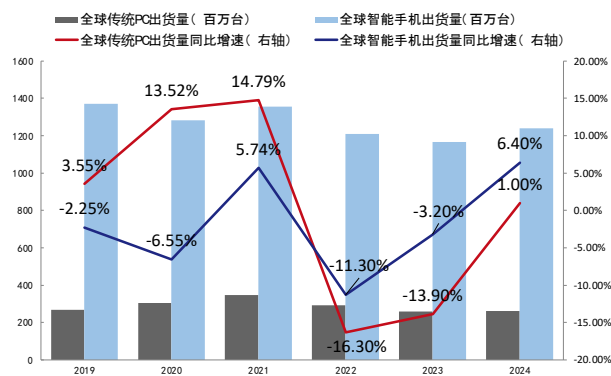
根据应用类别的不同，PI薄膜可分为电工PI薄膜、电子PI薄膜及热控PI薄膜等，其中电子PI薄膜、热控PI薄膜终端应用领域基本为消费电子。根据华经产业研究院统计，在全球PI薄膜市场中，电子PI薄膜和热控PI薄膜合计占比达65%。换机周期叠加AI、折叠屏等新技术的应用拉动2024年消费电子需求温和复苏，据IDC统计，2024年全球智能手机出货量和传统PC出货量分别同比增长6.4%和1.0%，PI薄膜需求端压力有所缓解。但2025年走势仍需谨慎看待，在全球经济复苏乏力的背景下，美国关税冲击进一步加大全球经济衰退概率，目前多方谈判仍在推进中，后续需求走势面临较大的不确定性。

图1 电子和导热应用占全球 PI 薄膜市场 65%



资料来源：华经产业研究院，中证鹏元整理

图2 2024 年消费电子需求温和复苏



资料来源：IDC，中证鹏元整理

国产替代是国内PI薄膜厂商增长主动力。受制于技术封锁，国内厂商在产能、工艺等方面显著落后于美国杜邦、日本宇部兴产等国际企业，导致国内高端PI薄膜进口依赖度高达80%。但PI薄膜作为关键材料，在全球贸易壁垒加剧的背景下，其产业链安全对下游厂商的重要性将越发突显，2025年4月，因杜邦中国集团有限公司涉嫌违反《中华人民共和国反垄断法》，中国市场监管总局依法对其开展立案调查，综合多方因素考量下，预计PI薄膜国产替代空间将不断加大。

表1 聚酰亚胺支持政策汇总

| 年份 | 政策名称 | 重点内容 |
|----|------|------|
|----|------|------|

|        |                                      |                                                                                      |
|--------|--------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| 2017 年 | 科技部《“十三五”材料领域科技创新专项规划》               | 将“聚酰亚胺”列为“先进结构与复合材料”之发展重点                                                            |
| 2023 年 | 《深圳市人民政府关于发展壮大战略性新兴产业集群和培育发展未来产业的意见》 | 推进高端锂离子电池负极材料、超高模量透明 <b>聚酰亚胺</b> 薄膜工程化项目建设，支持罗湖、宝安、龙岗、光明、深汕等区建设集聚区，建成新材料创新中心和技术转化中心。 |

资料来源：瑞华泰 2024 年度报告，中证鹏元整理

目前受限于技术、设备等限制，国内PI薄膜厂商以热控PI薄膜为主要品类，2023年初以来韩国PIAM公司大幅降低热控PI薄膜价格，导致国内PI薄膜厂商盈利能力出现不同程度下滑，其中瑞华泰2023-2024年毛利率分别同比下滑11.77个百分点和7.55个百分点，国风新材2023-2024年全年薄膜材料<sup>1</sup>毛利率分别同比下滑12.76个百分点和1.14个百分点，且净利润均连续两年亏损。

#### 四、 经营与竞争

公司系国内当前投产及在建产能规模最大的PI薄膜厂商，2022年获得国家级专精特新“小巨人”企业称号，在进口替代方面具备一定的产能及技术基础。公司高性能PI薄膜产品包括热控PI薄膜、电子PI薄膜以及电工PI薄膜，随着嘉兴基地产能爬坡，2024年公司营收同比增长22.88%，但2024年上半年热控PI薄膜“价格战”影响持续，同时新能源应用领域的电子PI薄膜毛利率偏低，综合影响下，公司高性能PI薄膜业务毛利率同比继续缩减7.61个百分点。

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    |
| 高性能 PI 薄膜   | 3.32   | 97.93%  | 18.45% | 2.71   | 98.34%  | 26.06% |
| 其他 PI 薄膜及加工 | 0.04   | 1.21%   | 54.54% | 0.04   | 1.57%   | 54.93% |
| 主营业务收入小计    | 3.36   | 99.15%  | 18.89% | 2.76   | 99.91%  | 26.52% |
| 其他业务收入      | 0.03   | 0.85%   | 31.71% | 0.00   | 0.09%   | 73.85% |
| 合计          | 3.39   | 100.00% | 19.00% | 2.76   | 100.00% | 26.56% |

注：2023-2024 年其他业务收入分别为 24.51 万元和 288.60 万元。

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

#### 公司在装备技术、生产工艺、产品多样性等方面具备国产替代条件

装备技术方面，瑞华泰是国内少数具备宽幅生产线自主设计能力的厂家之一，且为当前国内投产及在建产能规模最大的厂商，截至2024年末，公司已投产年产能1,850吨，在建年产能850吨，在市场占有率提升方面具备产能基础，其中2024年新增产能400吨；生产工艺方面，公司掌握高性能PI薄膜制备核心技术，2024年在PI薄膜制备方法和应用领域新获发明专利4项，研发投入继续保持增长；产品多样性方面，公司产品类型多样，2024年公司应用于半导体制程保护及柔性线路基材用高性能新产品实现了吨量级的

<sup>1</sup> 国风新材薄膜材料包括双向拉伸聚丙烯薄膜、双向拉伸聚酯薄膜、聚酰亚胺薄膜。



批量销售，其中适用于高端柔性线路的电子基材产品TPI薄膜打破了国外专利壁垒，上述新产品在2024年实现营收超2,000万元。公司具备国产替代条件，但在综合技术实力、产能等方面同国外厂商仍存在较大差距。

**2024年主力产品价格战影响持续，公司计划调整产品结构，但受限于技术壁垒等不利条件，产品结构改善情况不及预期，亏损进一步拉大。此外，公司在嘉兴和深汕合作区新规划2大项目，预计将进一步拉高公司杠杆水平和产能消化压力**

热控PI薄膜原为公司营收占比最大的产品品类，2022年营收占比达44.53%，2023年行业龙头韩国PIAM公司在热控PI薄膜领域开展价格战，导致当年公司整体营收同比下滑8.55%，整体销售毛利率减少11.77个百分点。考虑到价格战后传统热控PI薄膜价格较难恢复至往年水平，为修复盈利，2024年公司在调整产品结构上发力，即电子PI薄膜等高附加值PI薄膜的销售扩增。

但公司产品结构改善情况不及预期。公司在国家级化工园区——浙江乍浦经济开发区（嘉兴港区）规划了“年产7,000吨高性能聚酰亚胺薄膜项目”，其中一期项目为公司IPO及本期债券募投项目，一期项目已投资建成产能1,600吨，同时按5,000-7,000吨产能规模完成了厂区公辅设施的建设。一期项目于2023年9月起陆续进入投产状态，一期项目为公司实现高附加值PI薄膜销售的扩增提供了产能基础，但随着一期项目的陆续转固，公司折旧摊销费用显著增加，对利润的侵蚀不断加大。而且，公司整体市场开拓及嘉兴基地一期项目投产进度均不及预期，导致公司产品结构改善情况不及预期，进而2024年盈利改善不及预期。具体而言，一方面公司电子PI产品仍存在供应瓶颈，因设备及工艺调试时间存在不确定性，目前嘉兴基地一期项目六条产线仅投产四条热法产线，一条宽幅化学法产线处于试生产阶段，另一条宽幅化学法仍处于调试阶段，嘉兴基地当前产能利用率在70%左右；另一方面，PI薄膜的客户供应链导入需要经过不同批次的产品稳定性评价考核，嘉兴基地的客户验证时间偏长；此外，热控PI薄膜“价格战”持续，同时受新能源行业竞争激烈影响，新能源应用领域的电子PI薄膜量大但利薄。

**表3 公司 PI 薄膜产销情况**

| 指标名称     |      | 2024 年   | 2023 年 |
|----------|------|----------|--------|
| 在建产能（吨）  | 深圳基地 | 50       | 50     |
|          | 嘉兴基地 | 800      | 1,200  |
| 已投产产能（吨） | 深圳基地 | 1,050    | 1,050  |
|          | 嘉兴基地 | 800      | 400    |
| 产量（吨）    |      | 1,197.98 | 947.87 |
| 产能利用率    | 深圳基地 | 82.91%   | 83.02% |
|          | 嘉兴基地 | 67.60%   | 69.48% |
| 产销率      |      | 101.44%  | 99.66% |
| 销量（吨）    |      | 1,215.20 | 944.62 |
| 销售收入（亿元） |      | 3.32     | 2.71   |

注：（1）以上所列产能均为项目设计产能；（2）2024年公司根据各生产线车速、投产时间，结合产品结构计算当期产能利用率；此外，嘉兴基地目前已投产 4 条热法产线，其中 2 条于 2024 年 5、6 月份陆续投产。  
 资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

公司规划了新项目，产能消化压力进一步加大。2024年11-12月，公司先后公告了计划投资6.53亿元在浙江乍浦经济开发区建设嘉兴基地二期项目，以及公司出资0.303亿元竞拍取得深汕合作区地块1宗，后续计划在深汕合作区布局尖端聚酰亚胺材料的生产基地。上述项目的规划主要是为了更好地抢占国产替代空间加大所带来的市场需求；此外，深汕合作区项目的规划还考虑到公司现有深圳基地可开发空间较小，且周边规划已陆续向非工业用途转变。但考虑到目前嘉兴基地已投产产能的利用率尚不高，上述项目将进一步加大公司的产能消化压力，而且目前公司账面货币资金有限，若未采用股权融资，投资上述项目将进一步抬升公司杠杆水平。

表4 截至 2024 年末公司主要拟建项目情况（单位：亿元）

| 项目名称                             | 项目所在地      | 计划总投资 | 规划产能      | 已获政府补助 |
|----------------------------------|------------|-------|-----------|--------|
| 高速通讯柔性基材与轨道交通用功能聚酰亚胺薄膜项目（嘉兴基地二期） | 嘉兴瑞华泰现有厂区内 | 6.53  | 1,000 吨/年 | 0.4784 |

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

随着嘉兴基地陆续转固，折旧摊销费用对公司利润侵蚀不断加大

材料、制造费用、燃料及动力是公司成本的主要构成，2024年合计占比达90.45%。材料方面，PMDA、ODA、C组分仍是公司主要采购材料，2024年ODA采购价格同比下行14.35%，而PMDA采购价格同比上行7.23%，PMDA为石油类化工产品，2024年欧佩克+组织维持减产以及地缘政治形势持续恶化推动油价上涨。目前，石油需求受中美贸易战冲击，同时欧佩克+组织宣布于2025年4月1日起逐步增产，一季度石油价格走低，未来需持续关注油价波动趋势。

2024年公司前五大供应商合计占比为59.66%，以山东、河南、深圳的化工企业为主，大部分已同公司达成多年合作。

表5 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

| 项目     | 2024 年    |         | 2023 年    |         |
|--------|-----------|---------|-----------|---------|
|        | 金额        | 占比      | 金额        | 占比      |
| 直接材料   | 9,099.67  | 33.37%  | 7,163.27  | 35.36%  |
| 直接人工   | 2,382.57  | 8.74%   | 1,807.26  | 8.92%   |
| 制造费用   | 10,244.30 | 37.57%  | 6,904.49  | 34.08%  |
| 燃料及动力  | 5,320.60  | 19.51%  | 4,160.78  | 20.54%  |
| 合同履约成本 | 217.95    | 0.80%   | 222.60    | 1.10%   |
| 合计     | 27,265.08 | 100.00% | 20,258.40 | 100.00% |

资料来源：公司 2023-2024 年度报告，中证鹏元整理

燃料及动力方面，电系公司最主要动力，随着嘉兴基地产能爬坡，2024年公司电力耗用量继续大幅

上涨26.38%，但电力价格同比减少9.68%。制造费用主要为设备折旧，随着嘉兴基地陆续转固，折旧对利润的侵蚀加大。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

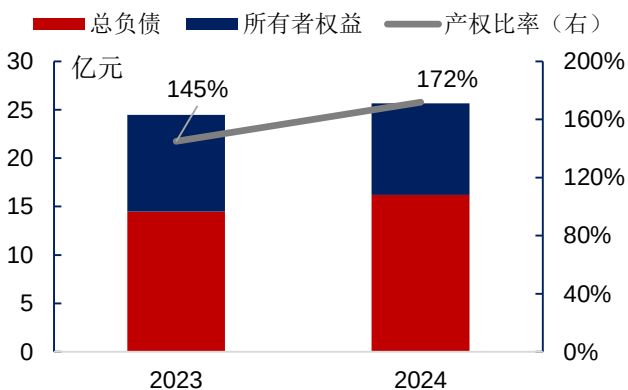
以下分析基于公司公开披露的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告。

2024 年，利息及折旧费用继续侵蚀公司利润，公司亏损面进一步拉大，2025 年盈利改善依赖于高附加值产品的市场开拓情况，仍面临较大的不确定性；目前公司经营性活动现金流持续净流入，短期债务风险仍可控，但公司杠杆水平偏高，2028 年债务集中兑付压力较大，且嘉兴基地二期及深汕合作区项目或进一步拉高公司杠杆水平

### 资本实力与资产质量

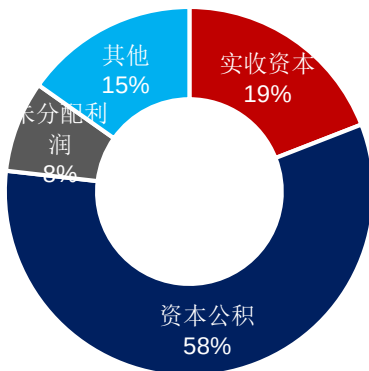
出于嘉兴基地建设及日常运营需要，2024年末公司融资规模小幅增长，拉动资产小幅增长。嘉兴和深圳基地的厂房及生产设备系资产主要构成，抵质押比重较高，2024年末固定资产和无形资产的受限比例分别为71.62%和43.66%。2024年公司经营性现金流继续维持净流入态势，叠加浙江乍浦经济开发区（嘉兴港区）管理委员会针对嘉兴基地二期项目拨付的中央预算投资补助款，公司货币资金有所增长。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

图4 2024 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目   | 2024 年 |       | 2023 年 |       |
|------|--------|-------|--------|-------|
|      | 金额     | 占比    | 金额     | 占比    |
| 货币资金 | 1.52   | 5.94% | 0.79   | 3.25% |
| 应收账款 | 0.91   | 3.54% | 0.67   | 2.75% |
| 存货   | 0.73   | 2.83% | 0.78   | 3.19% |

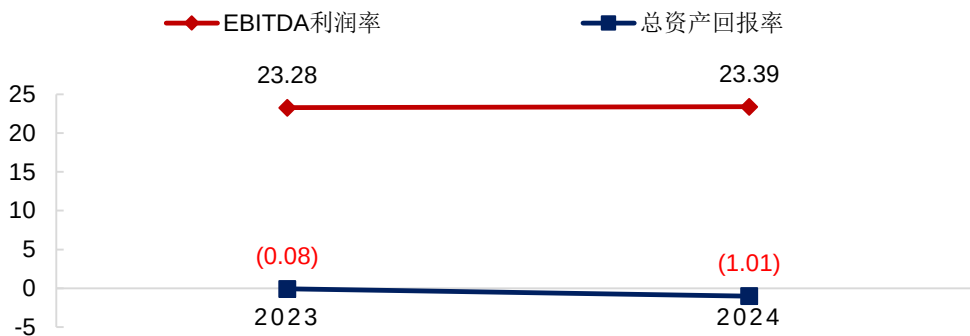
|         |       |         |       |         |
|---------|-------|---------|-------|---------|
| 流动资产合计  | 3.81  | 14.87%  | 3.27  | 13.38%  |
| 固定资产    | 13.02 | 50.78%  | 9.67  | 39.52%  |
| 在建工程    | 6.59  | 25.69%  | 9.88  | 40.36%  |
| 无形资产    | 1.13  | 4.39%   | 0.85  | 3.49%   |
| 非流动资产合计 | 21.83 | 85.13%  | 21.20 | 86.62%  |
| 资产总计    | 25.64 | 100.00% | 24.47 | 100.00% |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

瑞科转债及银行借款利息、折旧费用继续侵蚀利润，2024年公司同比增亏0.38亿元，净利润亏损0.57亿元。2024年公司EBITDA利润率与上年基本持平。2025年公司盈利情况能否改善仍取决于嘉兴基地化学法产线投产进度及高附加值的电子PI薄膜市场开拓情况，但当前全球经济走势及贸易战导致公司下游需求面临较大的不确定性。

图5 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

IPO募集资金、瑞科转债募集资金及固定资产银团贷款<sup>2</sup>基本解决了嘉兴基地项目建设资金，2024年公司总债务规模较上年增幅不大，主要系增加了银团贷款提款金额以及银行信用借款。2024年末13.24亿元的总债务由70.50%的银行借款、27.22%的可转债以及2.29%的经营性债务构成。公司瑞科转债及银团贷款的到期时间均为2028年，集中兑付压力较大。2024年短期债务占比有所抬升，但考虑到公司经营性现金流仍维持净流入态势，短期偿债压力尚可。

表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2024 年 | 2023 年 |
|----|--------|--------|
|----|--------|--------|

<sup>2</sup> 截至 2024 年末，子公司嘉兴瑞华泰薄膜技术有限公司（以下简称“嘉兴瑞华泰”）已使用银团贷款额度的累计余额为 62,643.75 万元。该银团贷款的提款到期日为 2024 年 9 月 7 日，后续将不再提用。

|                | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 短期借款           | 0.67         | 4.15%          | 0.25         | 1.73%          |
| 应付票据           | 0.12         | 0.76%          | 0.36         | 2.49%          |
| 应付账款           | 2.01         | 12.39%         | 1.97         | 13.59%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 1.66         | 10.27%         | 0.02         | 0.16%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>4.86</b>  | <b>29.97%</b>  | <b>2.95</b>  | <b>20.39%</b>  |
| 长期借款           | 7.02         | 43.31%         | 7.96         | 54.98%         |
| 应付债券           | 3.60         | 22.23%         | 3.34         | 23.05%         |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>11.35</b> | <b>70.03%</b>  | <b>11.53</b> | <b>79.61%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>16.21</b> | <b>100.00%</b> | <b>14.48</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务            | 13.24        | 81.67%         | 12.04        | 83.17%         |
| 其中：短期债务        | 2.61         | 19.72%         | 0.73         | 6.05%          |
| 长期债务           | 10.63        | 80.28%         | 11.31        | 93.95%         |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

剔除0.57亿元的政府补助资金后，2024年公司经营活动现金流净流入0.80亿元，流入规模较上年进一步扩大。FFO、EBITDA利息保障倍数等指标较上年小幅改善。但公司偿债压力仍在攀升，且公司计划投资嘉兴基地二期项目和深汕合作区项目，若使用债权渠道筹集资金，公司杠杆水平将进一步抬升。

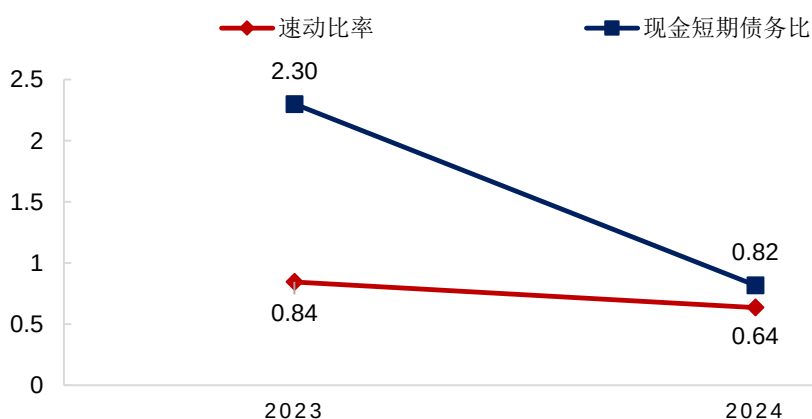
**表8 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2024 年 | 2023 年  |
|---------------|--------|---------|
| 经营活动现金流净额（亿元） | 1.38   | 0.61    |
| FFO（亿元）       | 0.01   | -0.25   |
| 资产负债率         | 63.22% | 59.17%  |
| 净债务/EBITDA    | 14.12  | 16.26   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.32   | 1.09    |
| 总债务/总资本       | 58.40% | 54.65%  |
| FFO/净债务       | 0.11%  | -2.36%  |
| 经营活动现金流净额/净债务 | 12.28% | 5.85%   |
| 自由现金流/净债务     | 2.36%  | -15.34% |

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

受短期银行借款规模增加以及部分长期借款临近到期影响，公司现金短期债务比快速下滑至1以下，速动比率亦有所下滑。截至2024年末，银行授信总额和未使用额度分别为5.27亿元和2.12亿元，仍可新增一定规模的信贷。但公司资产规模较小，抵质押占比较高，融资弹性一般。整体来看，2024年公司流动性指标表现有所弱化。

图6 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### ESG 风险因素

公司董事会成员变动超过三分之一，变动原因包括股东委派人员变更和独立董事任职期满，公司治理结构保持稳定

2025年4月11日，公司召开2024年年度股东大会，选举产生了第三届董事会董事，原董事翟军，独立董事袁桐、谢兰军离任；新选举罗超为公司董事，李音、滕超为公司独立董事，其中原董事翟军和新任董事罗超均为大股东国投高科提名董事，原独立董事袁桐、谢兰军已任职两届。整体来看，公司治理结构保持稳定。

### 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4月22日），公司本部、子公司嘉兴瑞华泰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；公司公开发行的债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年4月28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）   | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
|---------------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 1.52   | 0.79   | 2.71   |
| 流动资产合计        | 3.81   | 3.27   | 4.83   |
| 固定资产          | 13.02  | 9.67   | 4.45   |
| 在建工程          | 6.59   | 9.88   | 12.36  |
| 非流动资产合计       | 21.83  | 21.20  | 18.34  |
| 资产总计          | 25.64  | 24.47  | 23.17  |
| 短期借款          | 0.67   | 0.25   | 0.35   |
| 应付账款          | 2.01   | 1.97   | 1.14   |
| 一年内到期的非流动负债   | 1.66   | 0.02   | 0.02   |
| 流动负债合计        | 4.86   | 2.95   | 2.10   |
| 长期借款          | 7.02   | 7.96   | 7.47   |
| 应付债券          | 3.60   | 3.34   | 3.08   |
| 非流动负债合计       | 11.35  | 11.53  | 10.75  |
| 负债合计          | 16.21  | 14.48  | 12.85  |
| 总债务           | 13.24  | 12.04  | 11.21  |
| 其中：短期债务       | 2.61   | 0.73   | 0.65   |
| 长期债务          | 10.63  | 11.31  | 10.56  |
| 所有者权益         | 9.43   | 9.99   | 10.32  |
| 营业收入          | 3.39   | 2.76   | 3.02   |
| 营业利润          | -0.63  | -0.21  | 0.39   |
| 净利润           | -0.57  | -0.20  | 0.39   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 1.38   | 0.61   | 0.90   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1.29  | -2.47  | -5.07  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 0.64   | -0.09  | 4.99   |
| 财务指标          | 2024 年 | 2023 年 | 2022 年 |
| EBITDA（亿元）    | 0.79   | 0.64   | 1.07   |
| FFO（亿元）       | 0.01   | -0.25  | 0.50   |
| 净债务（亿元）       | 11.20  | 10.44  | 7.93   |
| 销售毛利率         | 19.00% | 26.56% | 38.33% |
| EBITDA 利润率    | 23.39% | 23.28% | 35.30% |
| 总资产回报率        | -1.01% | -0.08% | 2.70%  |
| 资产负债率         | 63.22% | 59.17% | 55.47% |
| 净债务/EBITDA    | 14.12  | 16.26  | 7.45   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 1.32   | 1.09   | 2.50   |
| 总债务/总资本       | 58.40% | 54.65% | 52.08% |
| FFO/净债务       | 0.11%  | -2.36% | 6.32%  |

|               |        |       |        |
|---------------|--------|-------|--------|
| 经营活动现金流净额/净债务 | 12.28% | 5.85% | 11.32% |
| 速动比率          | 0.64   | 0.84  | 1.97   |
| 现金短期债务比       | 0.82   | 2.30  | 5.16   |

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 2024 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：亿元）

| 子公司名称         | 注册资本 | 持股比例    | 主营业务       |
|---------------|------|---------|------------|
| 嘉兴瑞华泰薄膜技术有限公司 | 5.00 | 100.00% | PI 薄膜生产、销售 |

资料来源：公司 2024 年年度报告

## 附录三 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                                                                              |

## 附录四 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