

2021 年嘉美食品包装（滁州）股份有限公司可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【209】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

2021年嘉美食品包装(滁州)股份有限公司可转换公司债券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	AA	AA
评级展望	负面	负面
嘉美转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到嘉美食品包装(滁州)股份有限公司(以下简称“嘉美包装”或“公司”,股票代码:002969.SZ)是国内规模较大的食品饮料金属罐生产商之一,产能布局广,客户粘性较高,2024年主要客户保持稳定,同时受益于核心产品原材料采购成本下降,公司经营业绩进一步提升。但中证鹏元也关注到,公司客户集中度仍较高,对大客户依赖较大,需持续关注主要客户经营稳定性及对公司业绩的影响,公司整体产能利用率仍较低,可能存在新增产能不达预期的风险,且面临一定成本控制压力。

评级日期

2025年6月17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	41.25	44.90	43.72	44.81
归母所有者权益	24.24	24.37	25.17	23.77
总债务	13.11	14.66	12.81	14.79
营业收入	6.02	32.00	31.52	29.81
净利润	0.13	1.83	1.54	0.17
经营活动现金流净额	1.66	5.03	3.56	3.23
净债务/EBITDA	--	1.56	1.66	3.07
EBITDA利息保障倍数	--	9.63	9.11	4.94
总债务/总资本	35.09%	37.57%	33.73%	38.36%
FFO/净债务	--	33.55%	28.76%	13.22%
EBITDA利润率	--	16.73%	15.43%	9.20%
总资产回报率	--	6.94%	6.06%	1.81%
速动比率	1.19	1.08	1.04	0.89
现金短期债务比	1.21	1.07	1.07	0.93
销售毛利率	11.12%	15.94%	14.72%	8.84%
资产负债率	41.23%	45.73%	42.43%	46.94%

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: 范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员: 顾春霞
guchx@cspengyuan.com

评级总监:

联系电话: 0755-82872897

正面

- 公司在金属易拉罐生产领域拥有一定竞争力，产能布局广。**公司是国内规模较大的金属易拉罐生产商之一，为客户提供一站式食品饮料包装容器和灌装解决方案，产品涵盖三片罐、二片罐、无菌纸包装等，整体产能规模较大；业务布局较完善，已在安徽、河南、四川、福建、河北、湖北、湖南、广西、江西、浙江等地设立了生产基地，形成了覆盖全国的网络化供应格局，拥有规模化、多区域、多品种的饮料灌装服务能力。
- 公司客户粘性较高，2024 年主要客户保持稳定。**公司采取“贴近客户”的市场布局以增强客户粘性，与多家知名食品饮料企业保持长期稳定的合作关系，养元饮品（603156.SH）、统一实业（9907.TW）、王老吉、承德露露（000848.SZ）、银鹭集团连续成为公司前五大客户，其中养元饮品与公司签订战略合作框架协议，连续多年成为公司第一大客户，公司占其份额较为稳定。
- 受益于核心产品原材料采购成本下降，2024 年公司经营业绩进一步提升。**2024 年，受益于三片罐的主要原材料马口铁采购成本下降，三片罐业务盈利能力有所增强，叠加二片罐和无菌纸包装业务随着市场持续开拓带动产销量同步增长，业务规模和毛利率水平均有所提升，全年公司净利润同比增长 18.78%。

关注

- 公司仍存在较大的客户集中风险。**公司跟随核心客户的市场布局建立生产基地，整体经营规模对大客户较为依赖，2024 年前五大客户销售收入占比虽有所下降，但仍处于较高水平；其中第一大客户养元饮品销售收入占比达 32.48%，跟踪期内其产品销量和收入规模持续下降，需关注主要客户经营稳定性及对公司业绩的影响。
- 公司整体产能利用率仍处于较低水平，存在新增产能不达预期的风险。**由于行业需求存在较为明显的季节性，2024 年公司整体产能利用率仍处于较低水平，2025 年下半年嘉美转债募投项目福建无菌纸包生产线建设项目即将投产，带动公司产能规模进一步增长。由于下游软饮料行业已进入成熟期，市场增长缓慢，未来新增产能能否顺利消化存在一定不确定性。
- 仍需关注成本控制压力。**公司营业成本中直接材料占比超 70%，主要原材料包括马口铁、铝材和易拉盖等，价格易受到供求关系及相关行业周期性的影响，呈现一定波动性；若原材料价格出现较大波动，可能导致公司盈利能力承压。

未来展望

- 中证鹏元给予公司负面的信用评级展望。我们认为，公司客户集中度高，对大客户依赖较大，且第一大客户产品销量和收入规模持续下降，对公司收入和利润支撑减弱，公司经营和财务稳定性仍有待观察。

同业比较（单位：亿元）

指标	奥瑞金	宝钢包装	昇兴股份	公司
总资产	180.93	97.12	79.38	44.90
营业收入	136.73	83.18	71.30	32.00
净利润	7.77	1.91	4.25	1.83
销售毛利率（%）	16.31	8.10	14.50	15.94
资产负债率（%）	48.29	52.43	56.08	45.73

注：以上各指标均为 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
工商企业通用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	3/5		盈利状况	强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
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
	审计报告质量				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
嘉美转债	7.50	7.4978	2025-01-06	2027-08-09

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于年产10亿罐二片罐生产线项目（嘉美包装）、年产10亿罐二片罐生产线建设项目（临颖嘉美）、福建无菌纸包生产线建设项目和孝感无菌纸包生产线建设项目。2021年公司不再使用募集资金投入“年产10亿罐二片罐生产线建设项目（临颖嘉美）”的投资建设，将该项目拟投入的募集资金用于新增募投项目“二片罐生产线建设项目（鹰潭嘉美）”；2023年公司已终止“孝感无菌纸包生产线建设项目”建设，并将该项目募集资金用于新增的募投项目“滁州华冠饮料有限公司无菌纸包灌装扩产项目”。根据公司于2024年12月4日披露的《关于变更部分募投项目并将剩余募集资金用于永久补充流动资金的公告》，公司变更“年产10亿罐二片罐生产线项目（嘉美包装）”项目，并将剩余募集资金2.56亿元用于永久补充流动资金¹。截至2024年末，嘉美转债募集资金已使用完毕，募集资金专户已销户。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均无变化。由于嘉美转债部分转股，同时因限制性股票激励对象离职等原因回购注销相关股票，截至2025年3月末，公司总股本降至95,545.13万股，中国食品包装有限公司持有公司44.75%股份，仍为公司控股股东；陈民和厉翠玲间接控股公司，并签订了《一致行动协议》，仍为公司的实际控制人，二人均为中国香港籍。截至2025年3月末，公司前十大股东无股权质押或冻结情况，公司股权结构及实际控制关系见附录二。

2024年至2025年6月5日，公司第二及第三大股东富新投资有限公司和中凯投资发展有限公司（二者为一致行动人）合计减持公司股份3,579.40万股，占公司目前总股本²的3.77%，减持后上述股东合计持股比例降至13.24%。

公司主营业务仍是食品饮料包装容器的研发、设计、生产和销售及提供饮料灌装服务。2024年，公司合并范围未发生重大变化，截至2024年末合并范围内子公司共19家，重要子公司情况详见附录四。

截至2025年5月30日收盘，公司股票价格为3.34元，嘉美转债最新转股价格为4.57元，转股溢价率为54.21%。

三、 运营环境

¹ 中证鹏元已于2025年1月6日就此事项出具关注公告（中证鹏元公告【2025】4号）。

² 根据公司2025年6月5日披露的《关于持股5%以上股东权益变动触及1%整数倍暨提前终止减持计划的公告》，减少比例及变动后持有股份占总股本比例中使用的公司总股本为948,370,290股，为截至2025年6月5日公司总股本数量（已扣除回购专用证券账户股份数）。

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。

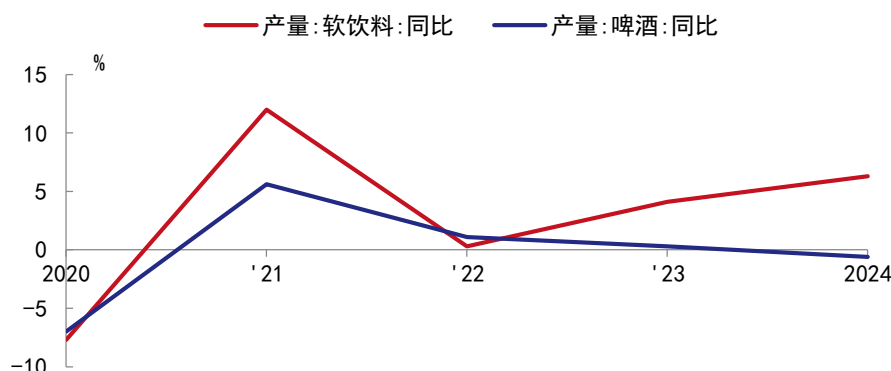
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年我国软饮料产量增速有所提升，啤酒罐化率稳步提高，为金属包装行业市场需求提供支撑；跟踪期内，奥瑞金并购中粮包装，金属包装行业集中度进一步提升，有助于优化行业竞争格局

食品饮料金属包装可分为二片罐、三片罐和杂罐，其中二片罐主要用于啤酒、凉茶和碳酸饮料包装，三片罐主要用于含乳饮料、植物蛋白饮料、含颗粒饮料、八宝粥等软饮料。我国啤酒行业已进入成熟期，产量较为稳定，2024年我国啤酒产量为3,521.3万千升，同比小幅下降0.6%。从啤酒罐化率指标来看，根据 Euromonitor 数据，近年我国啤酒罐化率持续提升，但仍大幅低于发达国家超过60%的罐化率水平，未来啤酒罐化率仍有较大提升空间，可为金属包装持续贡献增量需求。软饮料行业也已进入成熟期，近年来产量整体呈缓慢增长趋势。除日常消费以外，含乳饮料、植物蛋白饮料等软饮料还具有一定的礼品属性，春节、中秋等传统节日消费量占比较高。2024年我国软饮料产量同比增长6.3%，增幅较上年有所提升，为金属包装行业市场需求提供支撑。

图 1 2024 年我国软饮料产量增速有所提升，啤酒产量同比小幅下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

三片罐市场的头部企业主要有奥瑞金、嘉美包装、昇兴股份、福贞控股、吉源控股等，格局已基本稳定，头部企业与下游大客户形成“共生式”发展，未来小厂生存空间或进一步被压缩。二片罐市场经过近年来的并购整合，已初步形成奥瑞金、中粮包装、宝钢包装、昇兴股份等龙头企业为主的行业格局。2025年4月，奥瑞金完成对中粮包装的并购，两大龙头企业强强联合，行业集中度进一步提升，龙头企业对下游议价能力将得到增强，中小企业加速退出或转型，供需关系有望得到改善，有助于优化行业竞争格局。

2024年食品级马口铁价格承压，铝价受需求拉动震荡抬升，仍需关注金属包装企业成本控制压力

马口铁、铝材是金属包装行业主要原材料，“成本加成”定价模式下其价格直接决定产品成本，进而影响企业利润。受原材料（铁矿、焦炭、锡锭）及能源价格波动、钢铁行业产能调整等多重因素影响，2024年马口铁价格窄幅震荡；同时，食品级马口铁市场新增产能促使供给增加，叠加食品罐需求增长缓慢，市场竞争加剧使得价格承压。受电解铝产能释放及新能源需求拉动，铝材价格震荡上行，仍需关注金属包装企业成本控制压力。

图 2 2024 年国内镀锡板卷价格震荡下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 3 2024 年国内铝锭价格震荡抬升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司是我国国内规模较大的食品饮料金属罐生产商之一，为客户提供一站式食品饮料包装容器和灌装解决方案，产品种类多样，跟踪期内公司主要产品和提供的服务无变化。三片罐业务仍是公司营业收入的主要来源，受养元饮品等部分主要客户产品终端市场销量下滑导致包装容器采购需求下降影响，2024年三片罐销售收入小幅下降，同时受益于新客户、新市场订单增长，二片罐、灌装服务和无菌纸包装收入均有所提升，综合影响下全年公司营业收入小幅增长1.52%。毛利率方面，受益于主要原材料马口铁采购成本下降，2024年公司销售毛利率同比提高1.22个百分点至15.94%，灌装服务业务毛利率下滑主要系产品结构变化所致。

2025年一季度，受春节时间前置（本季度旺季时间缩短）的影响，叠加饮料礼品消费需求不振，部分主要客户终端销售下滑³导致公司订单量下降，当期公司实现营业收入6.02亿元，同比下降17.10%，销售毛利率下滑至11.12%。

表1 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
三片罐	20.02	62.56%	19.23%	20.79	65.97%	16.85%
二片罐	5.02	15.68%	1.59%	4.29	13.61%	1.06%
灌装服务	4.04	12.63%	10.84%	3.71	11.77%	14.81%
无菌纸包装	2.17	6.79%	15.38%	2.00	6.36%	9.26%
其他业务	0.74	2.33%	53.67%	0.72	2.29%	49.31%
合计	32.00	100.00%	15.94%	31.52	100.00%	14.72%

注：1）三片罐收入中包含部分彩印铁收入；2）其他业务收入主要为废料销售收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在食品饮料金属罐生产领域具有一定竞争力，拥有较大规模优势和灌装服务优势；公司采取“贴近客户”的市场布局，客户粘性较高，2024年主要客户保持稳定，客户集中度虽有所下降但仍然较高，对养元饮品销售收入占比超30%，仍需关注客户集中风险

公司是国内规模较大的食品饮料金属罐生产商之一，拥有一定规模优势和灌装服务优势。公司仍提供从一站式食品饮料包装容器和灌装一体化的服务，目前生产规模及市场占有率位居食品饮料罐行业前列，拥有规模化、多区域、多品种的饮料灌装服务能力，具有一定的一体化灌装代工优势，且质量控制较好。公司核心产品仍为三片罐，三片罐市场占有率相对较高，2024年得益于新客户、新市场的持续开拓，二片罐、无菌纸包装、灌装服务等业务规模均有所提升。

公司采取“贴近客户”的市场布局，客户粘性较高，但客户集中度仍较高。公司仍采取直销模式，

³ 2025 年一季度养元饮品营业收入同比下降 19.70%。

跟随核心客户的市场布局建立生产基地，提升自身在客户供应链中的重要性，以增强客户粘性，并且更大程度降低运输成本，保证产品的成本竞争力。公司与养元饮品⁴、统一实业、王老吉、银鹭集团、承德露露、喜多多、达利集团等知名食品饮料企业保持稳定的合作关系，同时持续扩大客户群体，积极向乳品、啤酒、功能饮料等细分行业其他品牌以及新零售、连锁茶饮的自有产品、白牌产品延伸。2024年受养元饮品等部分主要客户产品终端市场销量下滑导致公司订单量下降影响，公司三片罐、灌装服务销量有所下降；随着市场持续开拓，二片罐销量同比增长；无菌纸包装销量相对稳定。全年公司前五大客户⁵保持稳定，收入占比下降至68.67%，但仍处于较高水平，其中对养元饮品销售收入占比为32.48%。整体来看，2024年公司客户稳定性较好，但前三大客户销售收入同比均有下降，其中第一大客户养元饮品2024年产品销量和收入规模均有下滑，2025年一季度养元饮品营业收入同比下降19.70%，仍需关注主要客户经营稳定性及对公司业绩的影响。

产品售价方面，公司仍主要采用“成本加成”的定价方式，2024年三片罐、二片罐产品均价较稳定，灌装服务和无菌纸包装因产品结构变化，单价较高的大规格产品占比提高，销售均价有所上升。

表2 公司主要产品销售情况（单位：亿罐/包、元/罐/包、亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	销量	销售均价	销售金额	销量	销售均价	销售金额
三片罐	32.70	0.557	18.22	34.47	0.553	19.05
二片罐	12.52	0.401	5.02	10.49	0.409	4.29
灌装服务	16.68	0.242	4.04	17.16	0.216	3.71
无菌纸包装	12.89	0.169	2.17	12.66	0.158	2.00

资料来源：公司提供

表3 公司前五大客户情况（单位：万元）

年度	客户名称	主要产品	销售收入	占营业收入比例
2024	养元饮品	三片罐、灌装、无菌纸包	103,919.22	32.48%
	统一实业	三片罐、印铁	51,499.46	16.10%
	王老吉	二片罐、灌装、三片罐	32,605.52	10.19%
	承德露露	三片罐、灌装、无菌纸包	16,382.19	5.12%
	银鹭集团	三片罐	15,320.27	4.79%
	合计	-	219,726.66	68.67%
2023	养元饮品	三片罐、灌装、无菌纸包	124,782.30	39.59%
	统一实业	三片罐、印铁	61,156.46	19.40%
	王老吉	二片罐、灌装、三片罐	34,893.51	11.07%
	银鹭集团	三片罐	15,362.73	4.87%
	承德露露	三片罐	12,475.58	3.96%

⁴ 2021 年 5 月，养元饮品与公司签订战略合作框架协议，约定其年度用罐总量的 60%以上需求量交由公司供应。

⁵ 本文统计均按照受同一实际控制人控制的客户合并计算。

合计	-	248,670.59	78.89%
----	---	------------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务布局较完善，地域分布广且产能储备较大，2024年产能利用率同比变动不大，受行业季节性波动影响，整体产能利用水平仍较低

公司业务布局较完善，生产基地分布广，涉及安徽、河南、四川、福建、河北、湖北、湖南、广西、江西、浙江等多个省份，形成了覆盖全国的网络化供应格局，2024年公司生产基地与上年保持稳定。

2024年公司产能保持稳定，产能储备规模仍较大。产能利用率方面，由于行业需求存在较为明显的季节性（一般在夏季和中秋、春节等节日前为旺季），2024年公司高峰期产能利用率保持在较高水平且同比有所提升，但整体产能利用率仍处于较低水平，其中三片罐业务受养元饮品等部分主要客户订单量下降影响，产能利用率有所下滑；二片罐和无菌纸包装业务随着市场持续开拓带动产销量同比增长，产能利用率有所提升。公司仍采取“以销定产”的生产模式，2024年产品产销率仍维持在较高水平。

表4 公司主要产品产销情况（单位：亿罐/包）

年度	产品	产能	产量	销量	产能利用率	高峰期产能利用率	产销率
2024	三片罐	80.35	32.35	32.70	40.26%	73.41%	101.08%
	二片罐	20.00	12.63	12.52	63.15%	93.56%	99.13%
	灌装服务	57.24	16.63	16.68	29.05%	-	100.30%
	无菌纸包装	26.60	13.88	12.89	52.18%	-	92.87%
2023	三片罐	80.35	34.43	34.47	42.85%	68.65%	100.12%
	二片罐	20.00	11.24	10.49	56.20%	90.61%	93.33%
	灌装服务	57.24	17.23	17.16	30.10%	-	99.59%
	无菌纸包装	26.60	12.90	12.66	48.50%	-	98.14%

注：1）高峰期产能利用率为每年的1月和12月产能利用率的平均值；2）公司无菌纸包装销量统计口径剔除了直接用于灌装服务的产品数量，故产销率低于100%。

资料来源：公司提供

截至2024年末，公司无在建项目，短期内无进一步投资扩产计划。嘉美转债募投项目中，二片罐生产线建设项目（鹰潭嘉美）、滁州华冠无菌纸包灌装扩产项目已完工投产，为业务承接和扩张提供支撑；福建无菌纸包生产线建设项目已完工，但设备仍在调试中，预计2025年下半年投产，需关注新增产能消化情况；年产10亿罐二片罐生产线项目（嘉美包装）已完成部分厂房建设，公司考虑到现有二片罐产能利用尚未饱和，结合市场竞争情况，若继续投资扩产，存在新增产能无法消化的风险，故无继续投资计划，已建成的厂房用于其他项目或配套仓储使用。

2024年公司主要原材料采购价格涨跌互现，仍需关注原材料价格波动带来的成本控制压力；公司供应商集中度有所下降，整体集中度不高

直接材料成本占公司营业成本的比重超70%，原材料价格与公司业绩密切相关。2024年公司主要原材料马口铁采购均价同比下跌9.97%，铝材采购价格较为稳定，易拉盖则同比增长4.48%；相比之下，同期公司三片罐（以马口铁为主要原材料）销售均价保持稳定，原材料采购成本下降使得三片罐业务盈

利能力得到提升；二片罐（以铝材或钢材为主要原材料）销售均价略有下滑，主要系为抢占市场所致。

表5 公司主要原材料采购金额及均价（单位：万元、元/吨、元/个）

项目名称	2024 年		2023 年	
	金额	采购均价	金额	采购均价
马口铁	82,304.05	6,284.13	96,785.89	6,979.92
铝材	32,097.48	20,377.06	28,193.49	20,304.22
易拉盖	31,675.43	0.0829	25,503.02	0.0866
合计	146,076.95	-	150,482.40	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产所需的主要原材料市场价格较为透明，供应商较多，2024年受产品结构变化、新进厂商给予较大优惠等因素影响，公司前五大供应商存在一定变动，采购金额占比由上年的53.80%下降至43.89%，其中对第一大供应商采购占比降至10.43%，公司供应商集中度有所下降。

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衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告和未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

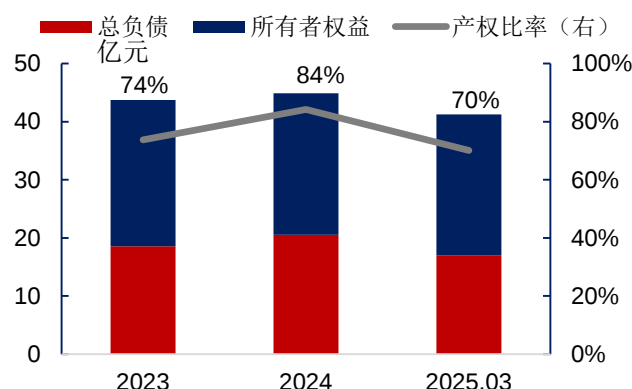
受益于核心产品主要原材料成本下降，2024年公司经营业绩提升，盈利能力有所增强；但公司对第一大客户销售占比仍较高，需持续关注主要客户经营稳定性及其对公司业绩的影响；公司经营活动现金流净流入规模进一步扩大，短期债务压力可控

资本实力与资产质量

2024年末，嘉美转债因募投项目变更触发回售条款，为应对回售压力，公司扩大融资规模，拉动资产、负债同步增长；2025年一季度，随着嘉美转债回售压力缓解，公司偿还部分债务，同时经营性应收应付账款陆续到期结算，使得资产、负债规模均有所下降。同期末，公司所有者权益随股利分配有所下降，所有者权益对负债的保障程度仍较好。

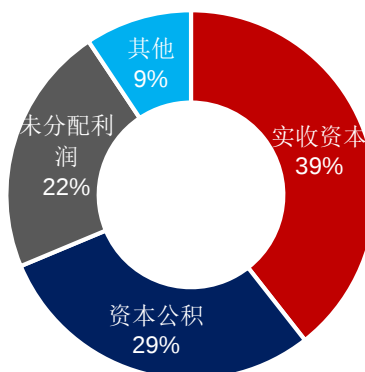
公司各生产基地的厂房和机器设备系资产主要构成，2024年末固定资产抵押规模为2.67亿元，占比不高。货币资金规模随外部融资波动增长，但年末占比38.50%的货币资金因作为保证金等使用受限。公司采取“以销定产”的生产模式，跟踪期内存货规模持续下降，主要系春节时间前置使得年末订单量同比有所减少，同时公司持续推进存货管理优化所致。

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6 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	4.17	10.11%	5.13	11.43%	2.64	6.04%
应收账款	3.12	7.56%	5.16	11.50%	4.64	10.61%
存货	3.81	9.23%	4.18	9.32%	4.66	10.67%
流动资产合计	13.75	33.34%	17.26	38.44%	15.43	35.29%
固定资产	21.18	51.35%	21.62	48.16%	21.64	49.50%
在建工程	1.42	3.45%	1.37	3.04%	1.66	3.80%
无形资产	1.68	4.08%	1.70	3.78%	1.73	3.96%
非流动资产合计	27.50	66.66%	27.64	61.56%	28.30	64.71%
资产总计	41.25	100.00%	44.90	100.00%	43.72	100.00%

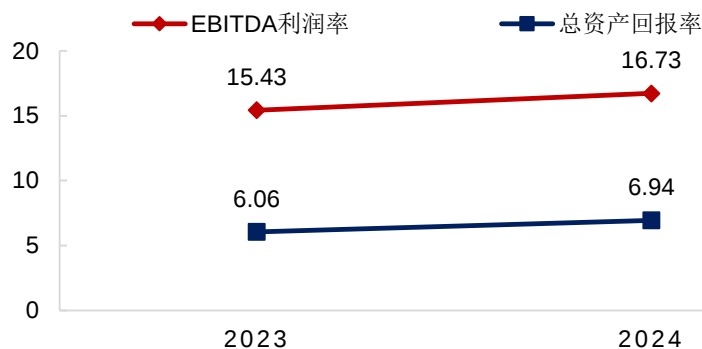
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年，受益于核心产品三片罐的主要原材料马口铁采购成本下降，叠加二片罐和无菌纸包装业务市场持续开拓带动产销量同步增长，业务毛利率水平均有所提升，全年公司实现净利润1.83亿元，经营业绩持续改善，带动EBITDA利润率与总资产回报率同步提升，盈利能力有所增强。2025年一季度，受春节时间前置和饮料礼品消费需求不振双重因素影响，公司产品订单量下降，经营业绩同比大幅下滑。

我们注意到，公司存在较为明显的大客户依赖风险。2024年，第一大客户养元饮品销售占比仍较高，近年其产品销量和收入规模呈下滑态势，2024年及2025年一季度养元饮品营业收入分别同比下降1.69%和19.70%，需持续关注主要客户的经营稳定性及其对公司业绩的影响。

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

跟踪期内，公司债务规模受嘉美转债触发回售条款影响有所波动，整体小幅增长，截至2025年3月末，总债务中嘉美转债占比56.81%，应付票据（银行承兑汇票）占比28.49%，银行借款占比不大。从期限结构来看，2025年3月末，公司短期债务规模和占比较2023年末均有所下降，且公司经营活动现金流仍维持较大规模净流入，短期债务压力尚可；但嘉美转债将于2027年到期，届时公司或面临较大集中兑付压力。

表7 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	1.18	6.91%	2.21	10.78%	1.30	7.03%
应付票据	3.73	21.95%	4.07	19.83%	3.59	19.34%
应付账款	2.60	15.30%	3.97	19.31%	3.76	20.29%
一年内到期的非流动负债	0.05	0.30%	0.38	1.87%	0.35	1.87%
流动负债合计	8.36	49.18%	12.11	59.01%	10.30	55.53%
长期借款	0.24	1.39%	0.25	1.20%	0.16	0.87%
应付债券	7.45	43.78%	7.33	35.69%	6.94	37.42%
非流动负债合计	8.64	50.82%	8.42	40.99%	8.25	44.47%
负债合计	17.01	100.00%	20.53	100.00%	18.55	100.00%
总债务	13.11	77.07%	14.66	71.42%	12.81	69.05%
其中：短期债务	4.96	37.84%	6.67	45.48%	5.24	40.89%
长期债务	8.15	62.16%	8.00	54.52%	7.57	59.11%

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

2024年公司产品销售回款表现持续稳健，经营活动现金净流入规模进一步扩大至5.03亿元，FFO同比亦有所增加。由于嘉美转债募投项目建设进入尾声，全年资本性投入同比减少，投资活动现金净流出规模明显下降，筹资活动净现金流仍维持负值，公司日常经营对外部融资依赖不大。

跟踪期内，公司资产负债率有所波动，整体杠杆水平小幅下降，同时盈利水平提升使得公司净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务等偿债指标有所改善。整体来看，公司债务压力可控。

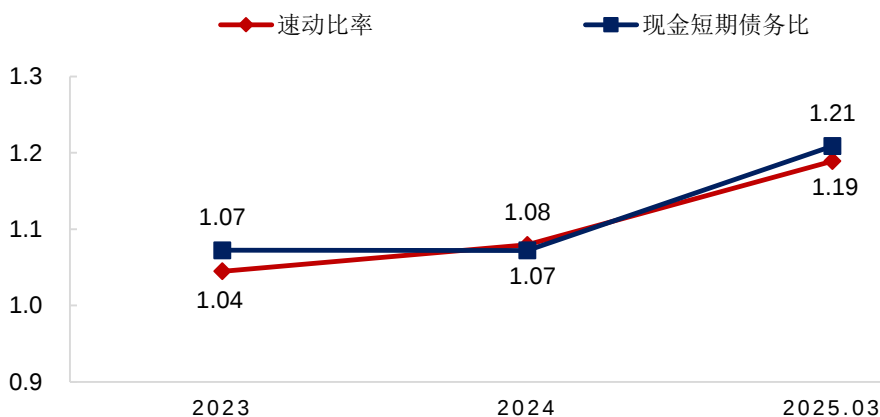
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	1.66	5.03	3.56
FFO（亿元）	--	2.81	2.31
资产负债率	41.23%	45.73%	42.43%
净债务/EBITDA	--	1.56	1.66
EBITDA利息保障倍数	--	9.63	9.11
总债务/总资本	35.09%	37.57%	33.73%
FFO/净债务	--	33.55%	28.76%
经营活动现金流净额/净债务	22.85%	60.07%	44.20%
自由现金流/净债务	14.03%	32.43%	6.32%

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

2024年末，公司流动性状况同比保持稳定，2025年一季度随着短期债务的偿付，速动比率和现金短期债务比均有所提升，公司流动性状况有所改善。截至2024年末，公司获得的银行授信额度合计为6.68亿元，尚未使用的授信额度为3.23亿元，仍可为公司提供一定流动性支持。

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

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对公司持续经营和信用水平无重大负面影响，需持续关注公司面临的安全生产风险

2024 年 12 月，公司全资子公司简阳嘉饮食品有限公司（以下简称“简阳嘉饮”）发生 1 起机械伤害事故，造成 1 人死亡，直接经济损失 115 万元。简阳嘉饮因未按规定对劳务派遣员工开展安全教育培训等事项受到简阳市应急管理局行政处罚，罚款 51.00 万元。

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（公司本部：2025年3月20日，重要子公司简阳嘉美印铁制罐有限公司：2025年3月9日，福建冠盖金属包装有限公司：2025年5月15日），公司本部及重要子公司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；公司公开发行的各类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，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6月6日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

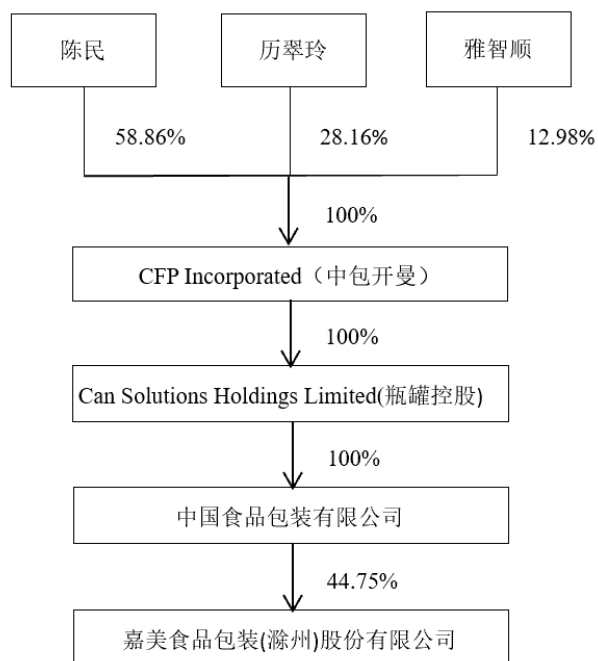
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	4.17	5.13	2.64	5.85
流动资产合计	13.75	17.26	15.43	17.51
固定资产	21.18	21.62	21.64	19.84
非流动资产合计	27.50	27.64	28.30	27.29
资产总计	41.25	44.90	43.72	44.81
短期借款	1.18	2.21	1.30	1.70
应付票据	3.73	4.07	3.59	5.74
应付账款	2.60	3.97	3.76	3.75
一年内到期的非流动负债	0.05	0.38	0.35	0.33
流动负债合计	8.36	12.11	10.30	13.31
长期借款	0.24	0.25	0.16	0.18
应付债券	7.45	7.33	6.94	6.55
非流动负债合计	8.64	8.42	8.25	7.72
负债合计	17.01	20.53	18.55	21.03
总债务	13.11	14.66	12.81	14.79
其中：短期债务	4.96	6.67	5.24	7.77
长期债务	8.15	8.00	7.57	7.02
所有者权益	24.24	24.37	25.17	23.77
营业收入	6.02	32.00	31.52	29.81
营业利润	0.17	2.69	2.25	0.36
净利润	0.13	1.83	1.54	0.17
经营活动产生的现金流量净额	1.66	5.03	3.56	3.23
投资活动产生的现金流量净额	-0.65	-0.79	-3.19	-3.54
筹资活动产生的现金流量净额	-1.80	-1.84	-1.63	-0.41
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	5.35	4.86	2.74
FFO（亿元）	--	2.81	2.31	1.11
净债务（亿元）	7.28	8.37	8.05	8.41
销售毛利率	11.12%	15.94%	14.72%	8.84%
EBITDA 利润率	--	16.73%	15.43%	9.20%
总资产回报率	--	6.94%	6.06%	1.81%
资产负债率	41.23%	45.73%	42.43%	46.94%
净债务/EBITDA	--	1.56	1.66	3.07
EBITDA 利息保障倍数	--	9.63	9.11	4.94
总债务/总资本	35.09%	37.57%	33.73%	38.36%
FFO/净债务	--	33.55%	28.76%	13.22%
经营活动现金流净额/净债务	22.85%	60.07%	44.20%	38.36%

速动比率	1.19	1.08	1.04	0.89
现金短期债务比	1.21	1.07	1.07	0.93

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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 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）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
简阳嘉美印铁制罐有限公司	1.80	100.00%	制造、销售：金属容器（含易拉罐）及相关制品
福建冠盖金属包装有限公司	6.15	100.00%	制造及加工金属包装制品

资料来源：公司提供

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