

2023 年上海海顺新型药用包装材料股份有限公司创业板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【192】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。

2023年上海海顺新型药用包装材料股份有限公司创业板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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
海顺转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：上海海顺新型药用包装材料股份有限公司（股票代码：300501.SZ，以下简称“海顺新材”或“公司”）继续在药品包装行业中保持一定技术优势，产品品类丰富，客户覆盖面及用户黏性仍较好。跟踪期内公司主营业务整体平稳发展，营业收入保持增长，整体债务压力仍可控。同时中证鹏元也关注到，下游药企降本增效叠加市场竞争加剧，公司产品面临降价压力，而原材料成本相对刚性，公司盈利空间受到挤压。随着公司定增及可转债募投项目相继完工投产，新增折旧费用、人力成本及财务费用等对利润形成一定侵蚀。此外，公司面临新产品市场拓展压力，募投项目能否实现预期收益存在一定不确定性等风险因素。

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	29.86	28.86	29.87	23.05
归母所有者权益	17.61	17.41	18.31	15.97
总债务	9.15	8.12	8.63	4.27
营业收入	2.86	11.43	10.21	10.13
净利润	0.19	0.81	0.94	1.10
经营活动现金流净额	-0.57	1.61	1.01	1.37
净债务/EBITDA	--	1.39	0.22	0.26
EBITDA 利息保障倍数	--	20.21	15.07	14.74
总债务/总资本	33.09%	30.75%	30.98%	20.26%
FFO/净债务	--	48.04%	268.46%	248.25%
EBITDA 利润率	--	17.79%	17.46%	15.78%
总资产回报率	--	3.67%	4.55%	5.61%
速动比率	2.15	1.95	2.47	1.53
现金短期债务比	2.15	2.06	2.86	1.36
销售毛利率	23.00%	28.83%	30.19%	26.83%
资产负债率	38.05%	36.66%	35.62%	27.15%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：刘书芸
 liushuy@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
 lvfm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 公司在药品包装行业中保持一定技术优势，产品品类丰富，客户覆盖面及用户粘性仍较好。公司在药品包装行业中保持一定的技术实力和市场竞争优势，产品能够覆盖广泛的药品剂型包装需求，并延伸至新消费、新能源等应用领域。截至 2024 年末，公司拥有 161 项国家药审中心颁发的药包材登记号、31 项美国 FDA 颁发的 DMF 备案。在关联审评制度下，下游药企选择药品包装供应商的测试流程较长，选定供应商不轻易变更，2024 年公司累计为下游制药企业发出了 2,853 封授权信，进一步强化国内客户黏性，并积极拓展海外市场。
- 公司 2024 年营业收入及现金流稳步增长，债务压力仍相对可控。2024 年公司营销体系升级，深耕存量市场同时加快拓展海外市场，全年实现营业收入同比增长 11.92%，其中海外销售收入增长 24.38%，经营活动现金流净额同比增长 59.41%。债务规模相对稳定，杠杆水平仍在合理区间，偿债指标表现仍良好。

关注

- 产品面临降价压力，盈利空间受到挤压。药品包装材料在药品整体价值中占比不高，对上、下游议价能力有限，随着下游药企降本增效压力加大，药包材行业市场竞争激烈，2024 年公司主要产品均价小幅下降。另一方面，公司产品主要原材料铝箔等价格受经济周期影响波动较大，公司采购价格随行就市，存在持续的成本控制压力。综合影响下 2024 年公司销售毛利率小幅下降。
- 定增和部分转债的募投项目相继投产，产品产能显著增长，公司面临市场拓展和产能消化压力。公司定增募投项目于 2024 年 7 月结项，新增高阻隔复合材料产能 1.8 万吨/年，市场拓展及客户验证程序等尚需时间，2024 年定增募投项目合计实现销售额 7,000 余万元，尚未实现盈利和达到预期收益。可转债募投项目之一功能性聚烯烃膜材料项目于 2025 年 4 月调减建设投资规模后结项，新增功能性聚烯烃膜材料产能约 2.1 万吨/年；另一可转债募投项目铝塑膜项目尚在建设中，但下游新能源市场竞争激烈，公司产品尚处于动力电池客户接洽和技术交流阶段。
- 固定资产折旧、人力成本及财务费用对公司利润形成一定侵蚀。随着募投项目的逐步建成和投产，公司固定资产折旧和人力成本相应显著增长，可转债摊销的融资费用和利息费用亦对利润形成一定侵蚀。2024 年公司计提折旧 6,875.73 万元，同比增长 34.05%，管理费用、财务费用分别同比增长 12.19% 和 52.68%，整体影响下，公司归属于上市公司股东的净利润同比下降 12.70%。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在药品包装材料行业具有一定竞争优势，客户黏性较好，未来预计将保持稳定的经营和获现能力，财务杠杆相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	山东药玻	正川股份	华兰股份	公司
总资产	101.40	19.57	25.05	28.86
营业收入	51.25	8.01	5.86	11.43
净利润	9.43	0.53	0.50	0.81
销售毛利率	31.72%	20.68%	38.79%	28.83%
资产负债率	21.03%	37.48%	10.22%	36.66%
速动比率	2.35	2.32	9.09	1.95

注：以上各指标均为 2024 年（末）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	评分等级	评分要素	评分等级	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7	财务状况	9/9
	行业风险状况	3/5	杠杆状况	9/9
	经营状况	4/7	盈利状况	强
业务状况评估结果	4/7	财务状况评估结果	9/9	
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
海顺转债	6.33	6.33	2024-06-12	2029-03-23

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于铝塑膜项目、功能性聚烯烃膜材料项目及补充流动资金。根据公司发布的《关于募集资金年度存放与使用情况的专项报告》，截至2024年12月31日，“海顺转债”募集资金专项账户余额2,679.57万元。截至2024年12月31日，公司使用1.00亿元募集资金暂时补充流动资金，使用1.98亿元募集资金进行现金管理，故未包含在募集资金专项账户余额中。

根据公司2025年4月18日发布的《关于向不特定对象发行可转换公司债券部分募投项目调整建设规模、结项并将节余募集资金永久补充流动资金的公告》，公司将功能性聚烯烃膜材料项目调减建设规模后予以结项，将节余的募集资金5,042.79万元永久补充流动资金。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、主营业务、控股股东和实际控制人均未发生改变，股权结构未发生重大变化。2024年及2025年一季度，“海顺转债”累计转股6,021股，最新转股价为17.74元/股。截至2025年3月末，公司股本为1.94亿元，控股股东及实际控制人仍为林武辉、朱秀梅夫妇，二者分别直接持有公司29.98%和16.65%的股份，此外林武辉为霍尔果斯大甲股权投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“大甲投资”）执行事务合伙人，大甲投资持有公司1.86%的股份。截至2025年5月12日，控股股东林武辉、朱秀梅持有的股份中分别有1,300万股和1,341万股处于质押状态，分别占其持股比例的22.41%和41.61%，公司股权结构见附录二。2024年，公司合并范围内新增子公司2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

药用包装材料已进入集中度提升与技术升级的高质量发展阶段；2024年铝价高位震荡，导致以铝箔为核心原材料的药用包装材料生产企业面临持续的成本控制压力

药用包装材料，属于医药制造业下细分的子行业。根据材质不同，药包材主要分为塑料、玻璃、橡胶、金属及组合材料等几大类，不同剂型、品种、规格的药品对药包材的要求也不尽相同。医药行业的发展直接影响药用包装材料行业的市场需求，由于医药行业属于弱周期行业，故药用包装行业的周期性特征亦相应较弱。从长期来看，人口老龄化、居民人均可支配收入的提升等因素对药包材行业的增长起到了有力的支撑作用。目前，国内药包材总市场规模已达千亿量级。早期医药产品对药用包装材料要求不高，导致国内生产药用包装材料企业较多，行业在竞争格局上呈现出大企业与中小企业并存、经营分散等特点。

2015年至今，《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》、《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告》、《关于进一步完善药品关联审评审批和监管工作有关事宜的公告》等规范性文件先后出台，药包材与药品实施关联审评审批制度，药品上市许可人成为药品质量管理体系的责任主体，承担药品全生命周期的质量管理责任。在关联审评审批制度下，制药企业与药包材企业的关系趋于紧密。为保证制药企业所研发生产的药品、制剂成功通过监管部门审核、注册并且在后续生产中不出现质量问题，药企会强化供应商现场审核，在选择医药包装材料供应商时会倾向于综合实力较强、技术水平领先、规模化生产能力强、产品质量稳定、品牌知名度高的行业领先企业，推动行业集中度持续提升。

另一方面，随着药品质量监管日趋严格、科技不断进步及环保意识的增强，制药企业对医药包装材料的质量要求不断提升，越来越多头部企业开始加大技术研发和高端市场布局，提升产品技术和品质层次，尤其体现在新材料研发、智能包装、绿色环保包装材料的应用推广等方面。

表1 跟踪期内我国出台的药用包装材料行业相关政策情况

时间	政策	主要内容
2024.1	《药品经营和使用质量监督管理办法》	药品储存、运输应当严格遵守药品经营质量管理规范的要求，根据药品包装、质量特性、温度控制等要求采取有效措施，保证储存、运输过程中的药品质量安全。

2024.3	《国家药监局药审中心关于更新〈申报资料电子光盘技术要求〉等文件的通知》	明确申请号编号规则及获得途径，增加原料药、药用辅料、药包材申请号。
2024.6	《〈已上市化学药品药学变更研究技术指导原则（试行）〉原料药变更的问答》	当原料药的包装材料和容器发生变更时，如该变更可能引发其他的变更，制剂持有人应进行相应的研究和评估，并根据评估结果进行年报、备案或补充申请。反之，制剂持有人一般不需要向监管部门提交信息。
2024.7	《中共中央、国务院关于加强经济社会发展全面绿色转型的意见》	引导企业开展绿色设计、选择绿色材料、推行绿色制造、采用绿色包装、开展绿色运输、回收利用资源，降低产品全生命周期能源消耗和生态环境影响。
2025.1	《国务院反垄断反不正当竞争委员会关于药品领域的反垄断指南》	为了预防和制止药品领域垄断行为，引导经营者加强反垄断合规，维护药品领域公平竞争市场秩序，鼓励创新，保护消费者利益和社会公共利益，根据《反垄断法》等法律规定，制定本指南。本指南适用于所有药品领域的经营者及其生产、经营活动；药用辅料、药包材、医药中间体以及药品领域相关服务等适用本指南。

资料来源：公司 2024 年年度报告

原材料成本占药用包装材料生产成本的比重较大，药用包装材料上游原材料主要包括有色金属、玻璃、塑料、橡胶、造纸等行业，其中玻璃制品的原材料主要为五水硼砂、石英砂、钾长石等；铝塑膜包装的原材料主要为铝箔；复合包装材料包括尼龙、PE、PVC、PVDC等。目前，我国铝箔加工业、五水硼砂、石英砂、PE、PVC等原材料制造业均为充分竞争性行业，生产商和供应商数量众多，市场供应量充足，铝箔等原材料价格受宏观经济周期、市场供需、加工成本等因素影响，全球能源市场动荡、国际政治局势变化、突发性自然灾害等因素都可能导致原材料价格大幅波动，使药用包装材料生产企业面临成本陡升的风险。

2024年至2025年上半年，国内铝价在供需相对稳定的格局中保持高位震荡态势，全年价格波动区间大致在18,000-21,050元/吨之间，价格中枢较2023年略有上升。展望后续，在供应端增长有限，需求端汽车、白色家电、光伏组件产量维持高位，房地产行业政策频出的综合影响下，预计铝价将持续震荡偏强，以铝箔作为主要原材料的药用包装材料生产企业将面临持续的成本控制压力。

图1 2024年及2025年上半年铝价高位震荡（单位：元/吨）



图中指标为：中国_平均价_铝（A00）

资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事药用高阻隔包装材料的研发、应用及市场开发，主要产品包括冷冲压成型复合硬片、PTP铝箔、SP复合膜等软包装材料和PVC、PVC/PVDC、塑料瓶等硬包装材料，广泛运用于各类剂型的药品包装，并持续拓展在新消费、新能源等新兴领域的应用场景。受益于公司定增募投项目投产及积极拓展国内外市场，2024年公司营业收入同比增长11.92%。软、硬包装占比结构基本稳定。为了应对下游药企降本增效压力，巩固市场份额，公司对主要产品小幅降价让利，同时上游原材料成本相对刚性，因此2024年整体销售毛利率小幅下降。

2025年一季度，公司实现营业收入2.86亿元，同比增长10.46%，销售毛利率为23.00%，较2024年进一步下降。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
软包装材料	78,708.71	68.89%	28.62%	70,600.81	69.16%	29.33%
硬包装材料	33,367.72	29.20%	27.45%	29,461.02	28.86%	30.04%
其他	2,178.55	1.91%	57.53%	2,025.37	1.98%	62.53%
合计	114,254.98	100.00%	28.83%	102,087.20	100.00%	30.19%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司主要产品销售量稳步增长，为应对市场竞争、巩固市场份额，公司小幅调降产品价格，而原材料成本相对刚性，盈利空间受到挤压；公司与国内客户保持稳定的合作关系的同时，继续积极拓展海外市场，但外销毛利率偏低且继续下降

公司具备复合冷成型、多层共挤、精密涂布、精密注塑等核心技术，能够为制药企业提供专业、安全的药品包装方案，主要产品广泛应用于齐鲁制药、云南白药、阿斯利康等国内外制药企业的产品包装，具备一定市场竞争和技术优势。截至2024年末，公司拥有161个国家药审中心颁发的已批准在上市制剂使用的原料/辅料/包材备案号，31个美国FDA颁发的DMF备案号。公司2024年研发投入同比增长3.91%，截至2024年末，公司共拥有发明专利21项、实用新型专利138项及外观设计专利7项，与东华大学共建“先进低维材料中心”，开发单一材质高阻隔软包装结构，发布软包装碳足迹可视平台，并参与制定《高阻隔软包装材料通用技术规范》等行业标准。

从主营产品销售情况来看，2024年公司软包装、硬包装产品销量保持稳定增长，但除冷冲压成型复合硬片、阿克拉外，其余大部分产品销售毛利率有小幅下降。主要原因为：随着医保控费政策的深入实施，下游药企降本增效压力加大，药包材行业市场竞争激烈，为了保持乃至继续提升现有市场份额，

公司主要产品价格小幅调降。另一方面，公司主要产品原材料为铝箔、塑料粒子等，价格主要受宏观经济周期影响波动，公司对供应商议价能力有限，因此盈利空间受到一定挤压。

2024年公司销售模式未发生变化，仍采用“直销为主，经销为辅”的模式，根据客户类型的不同，对国内外制药企业客户采用直销模式，对国内外贸易商客户采用经销模式（买断式经销）。2024年公司整体收入中直销占比97.80%，同比小幅增长0.15个百分点。公司与下游客户的结算方式仍主要为银行转账和银行承兑汇票，账期结算政策未发生变化，给客户的信用账期在2-4个月左右，平均账期仍约为90天。

从销售区域来看，2024年公司国外销售收入同比增长24.38%，显著高于国内销售增速，主要得益于公司持续提高对外贸的重视程度，积极拓展海外市场。公司通过参加国际展会、设立海外办事处及与当地合作伙伴建立战略联盟等方式拓展国际市场，由于外销运输等成本较高，且为新拓市场进行一定让利，公司国外销售毛利率为14.56%，显著低于国内销售毛利率，且较上年进一步降低。

表3 2023-2024年公司营业收入按销售区域分类情况（单位：万元）

区域	2024年			2023年		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
国内	100,361.50	87.84%	30.80%	90,916.73	89.06%	31.52%
国外	13,893.48	12.16%	14.56%	11,170.47	10.94%	19.35%
合计	114,254.98	100.00%	28.83%	102,087.20	100.00%	30.19%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

关联审评下，制药公司与药品包装公司之间的关联度较高，2024年公司仍保持良好的客户覆盖面和客户黏性，全年公司累计为下游药厂发出2,853份授权信，用于客户一致性评价或新型药品申报。公司主要下游客户包括浙江华海药业股份有限公司、齐鲁制药集团有限公司等，2024年前五大客户构成较上年无显著变化，客户集中度仍较低，合计占比13.47%，同比略有提高。

除核心药包材业务外，公司将新消费、新能源领域定位为新的业务增长点。新消费方主要产品包括奶酪棒包装片材、电子烟弹包装等。新能源方面，公司铝塑膜产品已实现3C电子、储能类小批量出货，动力膜仍在技术交流和送样阶段。新消费、新能源目前仍主要处于客户培育和市场导入阶段，2024年销售额合计约9,000万元左右，同比有所增长。

公司主要原材料为铝和石油深加工的各种衍生物，价格受行业政策和经济周期影响较大，铝价2024年整体高位波动，公司面临持续的成本控制压力

公司主要原材料包括铝箔、塑料粒子、油墨、胶黏剂等，在公司的生产成本构成中，原材料成本所占比重较高，铝箔、塑料粒子等原材料价格易受到宏观经济形势、行业政策、市场供需状况及加工成本等多种因素综合影响产生波动。公司主要原材料采购价格随行就市，药包材行业整体竞争较为激烈且包材在药品价值中占比较低，对上游供应商议价能力有限。2024年全年铝价在20,000元/吨上下高位震荡，平均水平高于2023年。公司通过建立合理的原材料采购库存体系等方式加强成本控制能力。2024年直接

材料成本增幅略高于营业收入增幅，后续仍需持续关注铝价波动情况及对公司成本控制的影响。

表4 公司营业成本主要构成情况（单位：万元）

产品分类	项目	2024年		2023年	
		金额	占比	金额	占比
软包装	直接材料	47,343.49	58.22%	41,542.14	58.29%
	直接人工	2,058.49	2.53%	1,887.24	2.65%
	制造费用	6,783.64	8.34%	6,466.82	9.07%
	小计	561,85.62	69.09%	49,896.20	70.01%
硬包装	直接材料	18,161.24	22.33%	15,367.69	21.56%
	直接人工	2,044.67	2.51%	1,841.55	2.58%
	制造费用	4,003.97	4.92%	3,401.61	4.77%
	小计	24,209.88	29.77%	20,610.84	28.92%
合计		80,395.50	98.86%	70,507.04	98.94%

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

2024年，公司采购模式、采购周期及结算方式等均未发生重大变化，前五大供应商集中度较上年保持平稳，前五大占比合计31.43%，同比略有下降。

公司定增募投项目及部分可转债募投项目陆续结项投产，公司产能显著增长，而市场拓展及客户验证程序等尚需时间，固定资产折旧及人力成本增长对利润形成一定侵蚀，需持续关注公司产品市场推广及新增产能消化情况

公司现有生产基地分布在苏州、湖州、嘉兴、石家庄等地，子公司浙江海顺新材料有限公司（以下简称“浙江新材料”）负责湖州南浔生产基地的建设和生产，公司2021年股票定增募投项目（高阻隔复合材料项目）和“海顺转债”募投项目（铝塑膜项目、功能性聚烯烃膜材料项目）均位于南浔生产基地。

2024年7月18日，定增募投项目高阻隔复合材料项目完工投产，公司新增高阻隔复合材料产能18,000吨/年（包含冷冲压成型高阻隔复合硬片产能5,000.00吨/年，可回收高阻隔复合材料产能12,000.00吨/年，多层共挤高性能瓶、针管产能1,000.00吨/年）。冷冲压成型高阻隔复合硬片为公司核心产品，具有良好的客户基础，但在药包材关联审评制度下，药包材生产地址变更需制药企业配合进行监管申报流程，所需时间周期较长。可回收高阻隔复合材料为使用聚烯烃类材料进行复合的软包装，具备可回收、可循环、高阻隔等特点，可应用在药品、食品等包装，目前国内市场尚处于培育期。多层共挤高性能瓶、针管主要用于口服液、注射剂等药品包装。整体看，定增募投项目产品的应用范围与公司已有客户群体有一定重合度，但药包材审批注册流程需要耗费一定时间，可回收高阻隔复合材料等新产品需新拓客户，存在一定产能消化压力，2024年定增募投项目合计产生收入7,000余万元，由于产能尚未充分释放，固定资产折旧及新增人力成本等对利润形成侵蚀，定增募投项目尚未实现盈利，未达到预计收益。

2025年4月18日，公司可转债募投项目之一的功能性聚烯烃膜材料项目调减投资规模并提前结项。该项目调减投资规模后，实际产能由原规划的30,000吨/年降至21,000吨/年。功能性聚烯烃膜材料主要包

括多层共挤膜，主要运用于生物制药、食品及药品包装领域，与公司现有产品的应用领域相对接近，但仍存在一定差异，公司需开拓新客户来消化新增产能。

整体看，公司定增募投项目和部分可转债募投项目相继投产，大幅提升公司整体产能，但新增产能的市场拓展及客户验证程序等尚需时间，同时折旧费用和人力成本对公司利润形成一定侵蚀，需持续关注公司市场拓展及新增产能消化情况。

表5 公司主要产品产能、产量、产能利用率、销量和产销率情况

项目	2024年	2023年
产能（吨）	59,000.00	40,000.00
产量（吨）	38,523.89	33,464.18
产能利用率	65.29%	83.66%
销量（吨）	37,508.36	33,408.53
产销率	97.36%	99.83%

注：2024年新增产能19,000吨，其中包含高阻隔复合材料产能9,000.00吨和功能性聚烯烃膜材料产能10,000.00吨，因募投项目陆续投产，上述产能数据为公司估算提供

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司主要在建项目为可转债募投项目铝塑膜项目，根据公司募集资金年度存放与使用情况的专项报告，铝塑膜项目调整后拟使用募集资金投资总额为32,027.30万元，截至2024年末已投资6,365.21万元，投资进度为19.87%。由于已匹配募集资金，后续投资压力尚可。铝塑膜主要运用于软包锂离子电池电芯封装材料，包括3C软包电池、动力软包电池和储能软包电池三类。新能源汽车销量逐年上涨，铝塑膜国产替代加速进行，下游需求持续增长，但受新能源汽车价格战影响，锂电池各组成材料均面临较大的价格下行压力，同时铝塑膜国内竞争者数量较多，紫江新材、新纶新材、璞泰来等企业已布局较大规模产能，公司进入行业的时间相对较晚。目前，公司在3C消费类和储能类铝塑膜已形成少量销售收入，动力类铝塑膜产品仍处于技术交流和送样阶段，未来能否顺利通过客户验证并获取订单存在一定不确定性。

五、 财务分析

财务分析基础说明

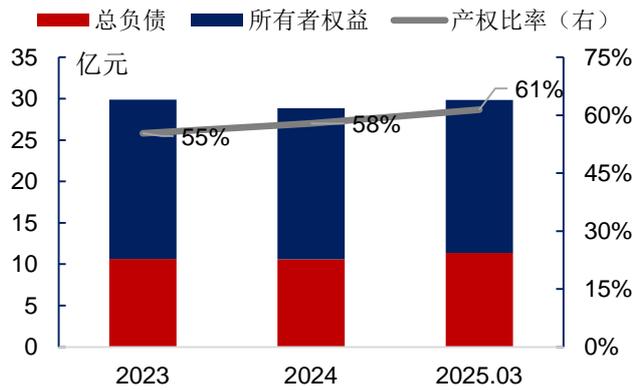
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年一季度报告。

2024年公司资本结构继续保持稳定，整体流动性尚可，受益于存量市场客户粘性强和加快新产品的客户拓展，经营较为稳定，但随着新产品新产能陆续投产，原材料备货加大，存货跌价风险加大；跟踪期内在建工程大量转固，折旧费用、人力成本及财务费用对利润形成一定侵蚀，总资产回报率小幅下降；公司杠杆水平整体稳定，债务压力仍相对可控

资本实力与资产质量

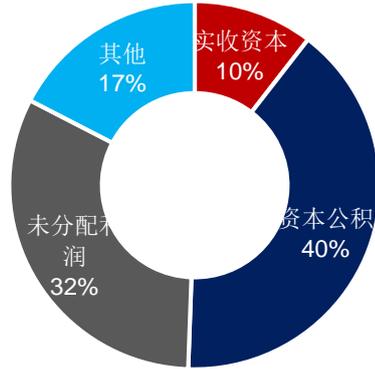
因公司回购股票及实施现金分红，2024年末公司所有者权益小幅下降，同期内负债总额小幅增长，因此公司产权比率小幅抬升，整体财务杠杆水平仍在合理区间。公司所有者权益结构保持相对稳定。

图2 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 年一季度报告，中证鹏元整理

图3 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 年一季度报告，中证鹏元整理

受可转债资金用于现金管理、提前偿还长期借款及投入募投项目建设等原因影响，2024年末公司货币资金账面金额大幅下降，货币资金受限金额为206.26万元，受限比例较低。随着公司营业收入增长，应收账款规模相应扩大，账龄1年以内应收账款占比95%以上。公司存货账面价值持续增长。需关注2024年末公司存货跌价准备0.25亿元，占存货账面价值的11.19%，其中本期计提0.19亿元，转回或转销0.08亿元，对利润形成一定影响。公司存货跌价计提比例偏高，主要系子公司浙江新材料成立时间较短，存货跌价准备计提比例偏高，而其为了配合新产能释放进行一定提前备货，而下游客户产品验证周期较长，存货周转时间偏长所致，需关注存货跌价风险。

2024年公司股票定增项目、上海总部办公楼完工转固，因此在建工程账面价值大幅下降，相应固定资产账面价值大幅增长。公司南浔生产基地的部分厂房及上海总部的部分办公楼用于对外出租，计入投资性房地产，采用成本计量模式。公司长期股权投资仍主要为对联营企业上海久诚包装有限公司（以下简称“久诚包装”）的投资，账面价值小幅下降主要为宣告发放现金股利所致。

截至2024年末，公司用于借款抵押的资产主要包括固定资产0.38亿元和无形资产0.17亿元。整体资产流动性尚可。

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	3.00	10.05%	3.28	11.36%	7.06	23.62%
交易性金融资产	2.19	7.33%	1.52	5.25%	0.61	2.05%

应收账款	3.10	10.38%	3.02	10.47%	2.53	8.47%
应收款项融资	1.17	3.93%	0.79	2.73%	0.82	2.74%
存货	2.41	8.07%	2.24	7.75%	1.96	6.57%
流动资产合计	12.31	41.24%	11.19	38.77%	13.27	44.43%
长期股权投资	1.89	6.32%	2.02	6.99%	2.17	7.25%
投资性房地产	1.66	5.56%	1.67	5.79%	1.32	4.43%
固定资产	11.73	39.28%	11.10	38.47%	5.17	17.32%
在建工程	0.24	0.80%	1.00	3.47%	5.84	19.56%
无形资产	1.21	4.04%	1.21	4.21%	1.24	4.15%
非流动资产合计	17.54	58.76%	17.67	61.23%	16.60	55.57%
资产总计	29.86	100.00%	28.86	100.00%	29.87	100.00%

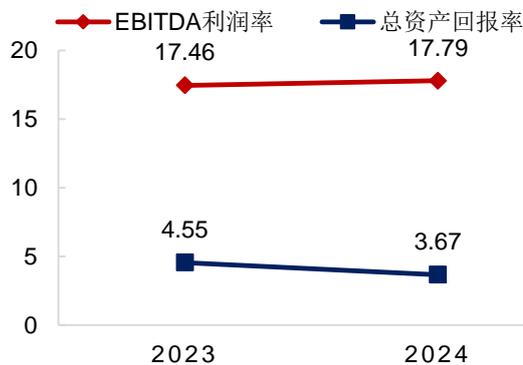
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司营业收入保持平稳增长，受产品价格下降而原材料成本相对刚性的影响，销售毛利率小幅下跌。2024年公司归属于上市公司股东的净利润同比下降12.70%，2025年一季度延续同比下滑趋势。主要系南浔生产基地的股票定增募投项目、可转债募投项目相继投入使用，产能尚未充分释放，而新增的人力成本、折旧费用规模较大，可转债摊销形成的财务费用对利润形成一定侵蚀，以及实施员工持股计划所致。2024年公司总资产回报率小幅下降。由于可转债融资费用摊销、固定资产折旧等虽影响利润表，但对EBITDA不产生影响，公司2024年EBITDA利润率继续小幅增长。

2025年一季度，公司营业收入同比增长10.46%，但由于募投项目新产能仍未充分释放，而折旧费用等影响持续，归属上市公司股东的净利润同比下降24.99%。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2024年末公司因偿还部分长期贷款，总债务规模同比小幅下降，2025年一季度末回升至9.15亿元，新增短期借款主要为用于配合南浔生产基地的新产能释放的流动资金贷款，新增长期借款主要为股票回

购专项贷款，公司整体杠杆水平仍在合理区间。

公司总债务除本期可转债外均为银行贷款，短期债务占比3成左右，期限结构较为合理。截至2024年末公司短期贷款以信用借款和保证借款为主，长期借款主要为抵押借款。

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	1.79	15.76%	1.38	13.03%	1.34	12.59%
应付票据	1.15	10.11%	1.27	12.00%	1.00	9.41%
应付账款	1.26	11.06%	1.30	12.30%	1.08	10.15%
流动负债合计	4.61	40.55%	4.58	43.32%	4.57	42.96%
长期借款	0.89	7.85%	0.19	1.81%	0.75	7.02%
应付债券	5.29	46.55%	5.21	49.29%	4.91	46.21%
递延收益-非流动负债	0.57	5.04%	0.59	5.56%	0.40	3.78%
非流动负债合计	6.75	59.45%	5.99	56.68%	6.07	57.04%
负债合计	11.36	100.00%	10.58	100.00%	10.64	100.00%
总债务	9.15	80.52%	8.12	76.75%	8.63	81.13%
其中：短期债务	2.97	32.43%	2.71	33.40%	2.97	34.36%
长期债务	6.18	67.57%	5.41	66.60%	5.66	65.64%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

2024年公司经营活动净现金流、FFO同比有所增长，主要系营业收入增长、银行承兑汇票贴现及上期低基数效应的影响，公司整体收现政策及下游账期情况未发生重大变化。由于2024年末货币资金账面余额同比大幅下降，公司净债务规模显著增长，EBITDA、FFO对净债务的覆盖程度有所下滑。随着公司南浔生产基地等项目的持续投入，公司投资活动现金流持续净流出，自由活动净现金流仍持续为负数。

公司整体杠杆水平仍在合理区间，2024年公司EBITDA利息保障倍数有所增长，盈余现金对债务利息的保障能力较好，整体看公司债务压力仍相对可控。

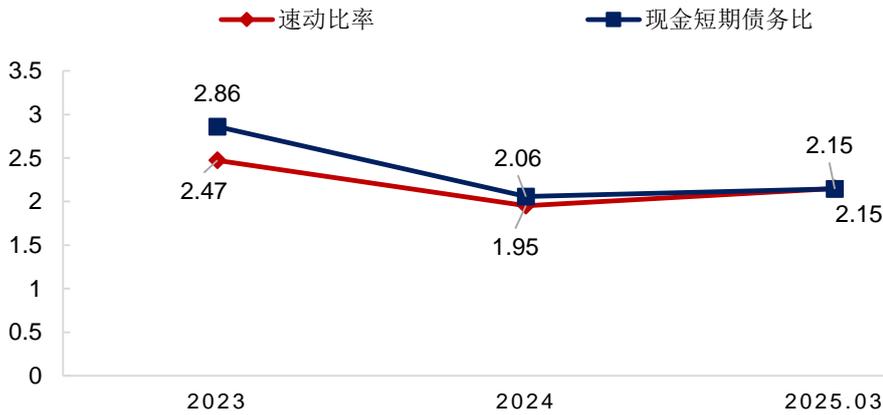
表8 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.57	1.61	1.01
FFO（亿元）	--	1.36	1.06
资产负债率	38.05%	36.66%	35.62%
净债务/EBITDA	--	1.39	0.22
EBITDA 利息保障倍数	--	20.21	15.07
总债务/总资本	33.09%	30.75%	30.98%
FFO/净债务	--	48.04%	268.46%
经营活动现金流净额/净债务	-20.02%	57.14%	253.78%
自由现金流/净债务	-31.42%	-3.43%	-500.08%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，中证鹏元整理

由于2024年公司货币资金账面余额下降，速动比率、现金短期债务比均有所下滑，但整体表现仍良好。公司作为上市公司，融资渠道较多样，截至2025年3月末，公司总授信额度17.31亿元，其中未使用授信额度11.42亿元，公司资产抵押比率尚可，仍具有一定融资弹性。

图5 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 年一季度报告，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¹，公司本部及8家境内子公司均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，截至报告查询日（2025年6月3日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

¹ 报告查询日：公司本部 2025 年 5 月 9 日，苏州海顺包装材料有限公司 2025 年 5 月 6 日，浙江新材料 2025 年 5 月 6 日，浙江多凌药用包装材料有限公司 2025 年 5 月 8 日，苏州庆谊医药包装有限公司 2025 年 5 月 9 日，上海海顺医用新材料有限公司 2025 年 5 月 9 日，上海法福德包装材料有限公司 2025 年 5 月 9 日，上海莘砖企业管理有限公司 2025 年 5 月 9 日。

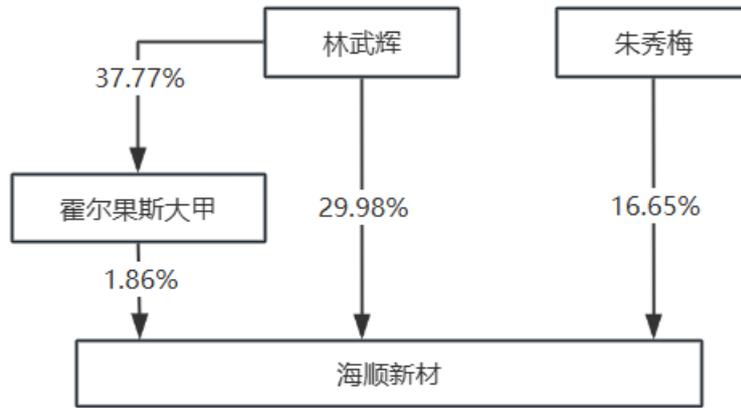
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	3.00	3.28	7.06	3.21
应收账款	3.10	3.02	2.53	2.73
流动资产合计	12.31	11.19	13.27	8.99
固定资产	11.73	11.10	5.17	4.76
非流动资产合计	17.54	17.67	16.60	14.06
资产总计	29.86	28.86	29.87	23.05
短期借款	1.79	1.38	1.34	1.02
应付票据	1.15	1.27	1.00	1.35
应付账款	1.26	1.30	1.08	1.02
一年内到期的非流动负债	0.02	0.06	0.62	0.63
流动负债合计	4.61	4.58	4.57	4.62
长期借款	0.89	0.19	0.75	1.25
应付债券	5.29	5.21	4.91	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	6.75	5.99	6.07	1.64
负债合计	11.36	10.58	10.64	6.26
总债务	9.15	8.12	8.63	4.27
其中：短期债务	2.97	2.71	2.97	3.01
长期债务	6.18	5.41	5.66	1.26
所有者权益	18.50	18.28	19.23	16.80
营业收入	2.86	11.43	10.21	10.13
营业利润	0.24	0.97	1.09	1.23
净利润	0.19	0.81	0.94	1.10
经营活动产生的现金流量净额	-0.57	1.61	1.01	1.37
投资活动产生的现金流量净额	-0.77	-2.42	-2.96	-3.37
筹资活动产生的现金流量净额	1.06	-2.97	5.95	-1.17
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	2.03	1.78	1.60
FFO（亿元）	--	1.36	1.06	1.04
净债务（亿元）	2.86	2.82	0.40	0.42
销售毛利率	23.00%	28.83%	30.19%	26.83%
EBITDA 利润率	--	17.79%	17.46%	15.78%
总资产回报率	--	3.67%	4.55%	5.61%
资产负债率	38.05%	36.66%	35.62%	27.15%
净债务/EBITDA	--	1.39	0.22	0.26
EBITDA 利息保障倍数	--	20.21	15.07	14.74
总债务/总资本	33.09%	30.75%	30.98%	20.26%

FFO/净债务	--	48.04%	268.46%	248.25%
经营活动现金流净额/净债务	-20.02%	57.14%	253.78%	325.43%
速动比率	2.15	1.95	2.47	1.53
现金短期债务比	2.15	2.06	2.86	1.36

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告，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	业务性质
苏州海顺包装材料有限公司	2.10	100.00%	制造业
浙江海顺新材料有限公司	5.17	100.00%	制造业

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