

2022 年会通新材料股份有限公司 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【201】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

2022年会通新材料股份有限公司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
会通转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：会通新材料股份有限公司（以下简称“会通股份”或“公司”，证券代码“688219.SH”）在国内改性塑料企业中排名靠前，产品种类丰富，客户质量较好且较为稳定，公司继续加大客户拓展力度，产品应用领域更加广泛，部分产品实现了进口替代，2024 年营业收入增速和利润水平均提升，公司各基地产能继续提升，海外业务实现突破，产销率维持较高水平，经营现金流明显改善；同时中证鹏元也关注到，本期债券募投项目完工时间延期，需关注新增产能的市场消化风险以及收益不及预期风险，公司对美的集团控股有限公司（以下简称“美的集团”）及其下属公司的关联交易规模仍较大，且 2024 年关联方采购占比提升，公司应收账款规模较大，对资金占用较大，以及公司负债水平仍较高，仍面临较大的债务偿还压力等。

评级日期

2025 年 6 月 19 日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	70.37	69.97	65.48	64.43
归母所有者权益	23.04	21.58	19.16	17.85
总债务	36.60	36.05	34.90	36.32
营业收入	14.68	60.88	53.49	51.79
净利润	0.51	2.00	1.42	0.57
经营活动现金流净额	0.78	5.51	1.47	1.29
净债务/EBITDA	--	5.59	5.84	8.65
EBITDA 利息保障倍数	--	5.28	4.28	3.42
总债务/总资本	61.33%	62.53%	64.62%	67.07%
FFO/净债务	--	9.78%	8.62%	4.27%
EBITDA 利润率	--	7.09%	6.91%	4.77%
总资产回报率	--	4.03%	3.50%	1.91%
速动比率	1.06	1.04	1.00	1.06
现金短期债务比	0.59	0.57	0.58	0.69
销售毛利率	13.50%	13.46%	13.94%	10.47%
资产负债率	67.21%	69.13%	70.81%	72.31%

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：马琳丽
mall@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司产品种类丰富，客户主要为各领域知名企业，且公司持续拓展新市场客户，2024 年净利润继续增长。**公司产品广泛应用于以家电、汽车为主的多个领域，与国内家电、汽车领域的众多知名企业建立了合作关系，客户质量较好且较为稳定，且近年公司持续加大客户拓展力度，并聚焦智能家居、低空经济、机器人等新质生产力领域的高价值客户开拓，开发了一系列满足客户多样化需求的产品，产品应用领域更加广泛，其中自主研发的长碳链尼龙材料打破国外技术壁垒，实现了国产化替代，2024 年营业收入增速及利润水平平均提升。
- **2024 年公司各基地产能继续提升，海外业务实现突破。**2024 年公司继续对各生产基地进行精益改造及结构化调整，实现新增产能 19.60 万吨/年，期末公司产能提升至 77.30 万吨/年；泰国基地项目开始投产，主要辐射东南亚地区，公司产品海外销量突破 1.7 万吨，同比大幅增长；公司产品销量同比增长 21.87%，产销率维持较高水平。
- **2024 年公司经营现金流明显改善。**得益于营业收入增加和利润水平提升，以及持续强化客户和供应商信用管理，优化客户结构，客户回款较为及时，同时票据结算增加使得付款周期有所延长，2024 年公司经营活动现金净流入明显增加，现金生成能力改善。

关注

- **本期债券募投项目完工时间延期，需关注主要在建项目新增产能的市场消化风险以及收益不及预期风险。**本期债券募投项目为年产 30 万吨高性能复合材料项目，受宏观经济及市场环境变化等因素对下游需求的影响，本期债券募投项目完工时间延期至 2025 年 12 月 31 日；由于新增产能仍在爬坡阶段，2024 年公司产能利用率下降至 74.78%。公司另有在建项目年产 17 亿平方米锂电池湿法隔离膜项目，考虑到改性塑料行业市场化程度高，行业竞争较为激烈，锂电池隔膜行业近年亦处于持续扩产阶段，锂电池隔膜价格持续下降，仍需持续关注项目投产后的产能消化风险以及收益不及预期风险。
- **公司关联交易规模仍较大，且关联方采购占比提升。**美的集团为公司关联方，2024 年公司对美的集团及其下属公司的销售收入为 15.55 亿元，销售收入占比下降至 25.54%，但规模仍较大；此外，2024 年公司前五大供应商采购金额中关联方采购占比提升，主要系关联方受托加工业务产生以及关联贸易商采购金额增加。
- **公司应收账款规模较大，对资金形成占用。**公司应收账款主要为应收货款，2024 年末占总资产的比重为 24.89%，规模较大，对公司资金形成较大占用。
- **公司仍面临较大的债务偿还压力。**公司总债务小幅增长，资产负债率小幅下降，但负债水平仍较高，2025 年 3 月末资产负债率为 67.21%，短期债务占比为 69.86%，现金短期债务比为 0.59，短期债务规模较大，债务结构仍有待改善。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司产能在国内改性塑料企业中排名靠前，2024 年各基地产能持续提升，海外业务实现突破，公司产品应用领域更加广泛，部分产品实现了进口替代，下游主要应用领域中，我国新能源汽车产量保持较高增速，公司作为相关材料供应商有望受益。

同业比较（单位：亿元）

指标	金发科技	国恩股份	普利特	道恩股份	公司
总资产	617.99	183.51	117.09	63.38	69.97
营业收入	605.14	192.20	83.14	53.01	60.88
净利润	2.39	7.09	0.88	1.52	2.00
销售毛利率	11.31%	8.71%	14.83%	11.84%	13.46%

资产负债率	66.64%	61.68%	60.44%	47.96%	69.13%
-------	--------	--------	--------	--------	--------

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

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	4/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
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					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
会通转债	8.30	6.60	2024-06-18	2028-12-06

一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年12月发行6年期8.30亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产30万吨高性能复合材料项目、补充流动资金。本期债券募集资金专项账户共4个，2024年末募集资金专户合计余额为0.75亿元。此外，公司使用2.50亿元闲置募集资金暂时补充流动资金，用于与主营业务相关的生产经营使用，即2024年末公司募集资金余额合计为3.25亿元。

截至2025年3月末，本期债券累计转股数量为18,466,720股，尚未转股的可转债金额为6.60亿元，占本期债券发行总量的79.51%。

二、 发行主体概况

2024年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变更，公司股本略有增长，系本期债券转股所致，截至2025年3月末，公司注册资本及实收资本均为47,775.04万元，何倩嫦持有公司29.42%股权，为公司控股股东及实际控制人，其所持有的公司股权均未质押。

公司主要从事改性塑料的研发、生产和销售，为客户提供高性能化、功能化的材料整体解决方案，产能在国内改性塑料企业中排名靠前。公司拥有聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列等多种产品平台，产品种类丰富，广泛应用于家电、汽车、消费电子、通讯、动力电池等多个领域，2024年公司合并范围未发生变化，期末纳入公司合并范围子公司为11家。2024年2月，公司董事会和监事会进行了换届选举，其中更换了3名董事和1名监事，公司董事会秘书由吴江变更为张辰辰。

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

改性塑料应用领域广泛，鼓励政策相继出台，“国产替代”需求下市场规模不断增大；2024年以来家电行业政策利好密集发布，有效激发家电消费意愿；新能源车供给端持续发力，预计购车需求或持续释放。总体来看，下游行业延续复苏对改性塑料需求仍有支撑，但需关注国际形势复杂多变等因素可能带来的不利影响

塑料改性的主要过程是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有的塑料在力学、流变、燃烧性、电、热、光、磁等方面的性能，按改性过程分类，主要包括物理改性和化学改性。

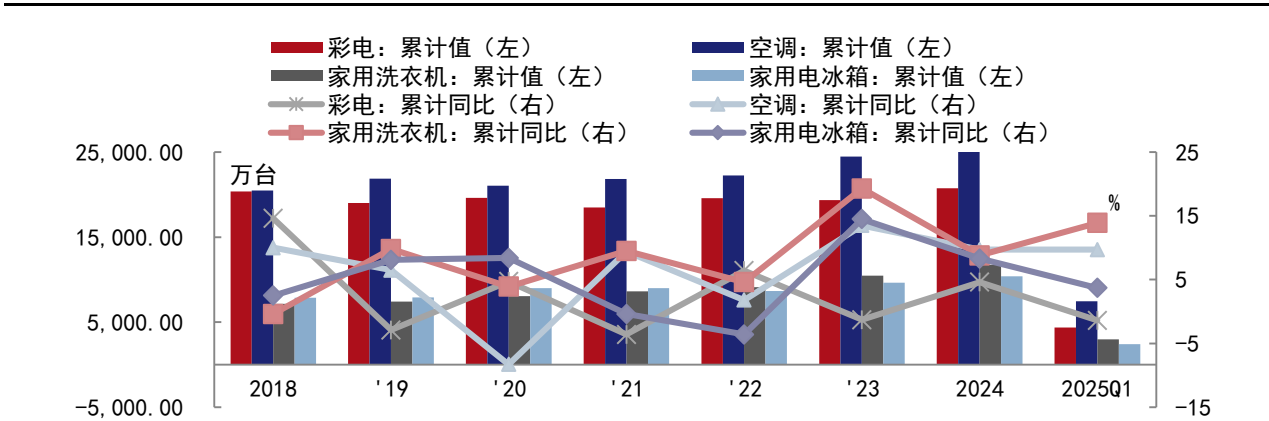
国内改性塑料仍以进口为主，作为新材料产品，属国家战略新兴产业范畴，国家和地方相继出台了《重点新材料首批次应用示范指导目录（2021年版）》、《塑料加工业“十四五”发展规划指导意见》、《产业结构调整指导目录（2024年本）》等一系列鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展，为加速国产替代进程提供了较大的需求空间，改性塑料市场规模也不断增大。根据中商产业研究院发布的《2024-2029年中国改性塑料行业市场现状及投资咨询报告》，2022年我国改性塑料产量2,884万吨，同比增长8.8%，2024年将增至3,421万吨；2022年我国改性塑料市场规模约为2,771亿元，同比增长6.44%，2023年我国改性塑料市场规模将达2,939亿元，2024年将达3,107亿元。

从下游需求来看，中国改性塑料下游需求主要包括家电、汽车、办公设备、电线电缆、电动工具等，其中家电需求占比30%左右、汽车需求占比为20%左右。在国内“以塑代木”、“以塑代钢”、汽车轻量化、家电材料高性能化等趋势的推动下，我国塑料改性化需求空间较大。

随着家电行业的发展，塑料在家电行业的应用规模快速增长，成为家电行业中仅次于钢材的第二大类材料，其中洗衣机和冰箱制品对塑料原材料的需求每台为30%-40%，电视机中塑料含量占比为23%-25%，空调约为11%。改性塑料已被广泛应用于家用电器的壳体、叶片、外饰等配件中，家电所使用的塑料几乎全都需要经过改性，具有较大的市场需求空间。考虑到家电具有明显的房地产后周期属性，近年来受房地产行业景气度等多重因素影响，我国主要家电产品的产量增速存在一定波动。

2024年以来，大规模消费品以旧换新活动持续推进，多级补贴叠加赋能，有效激发了家电消费意愿，主要家电产量同比均呈现增长，其中空调出口增量尤为突出，2024年出口量达6,159万台，同比增长28.3%。2025年一季度，以旧换新政策延续，继续催化家电销售景气上行，根据产业在线数据，一季度空调、冰箱、洗衣机内销和外销市场均实现增长，空调、洗衣机产量仍保持较高增速，家电行业仍具韧性。

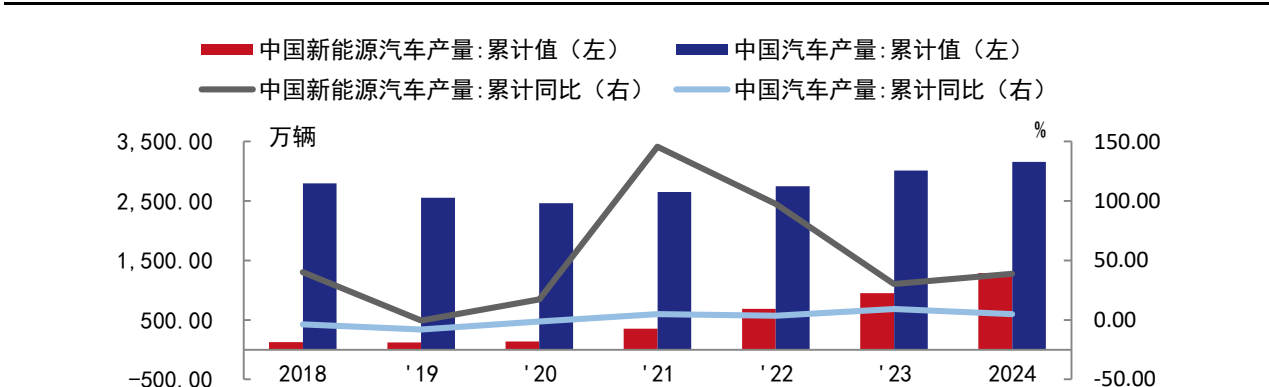
图 1 2024 年我国主要家电产量增速保持在较高水平



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从汽车行业的改性塑料需求来看，随着轻量化、节能环保成为汽车工业领域的主要发展方向，改性塑料技术进步带来的阻燃性、机械强度、抗冲击性、韧性和易塑性提升，能够较好地满足汽车产业的设计要求。此外，新能源汽车增加了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，单台新能源车电池组模块工程塑料的使用量约30kg。近年我国新能源汽车销量呈现高速增长态势，从2018年的125.62万辆跃升至2024年的1,286.59万辆，随着市场逐步迈入规模化阶段，增速趋于稳定。2024年4月，商务部等14部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，2025年1月，国家发展改革委、财政部印发《关于2025年加大扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，有望增加汽车回收量，提振汽车下游需求，加速电动化进程。此外，随着新能源车供给端持续发力，一方面，新能源车价格将持续下降，提升用户购买力，另一方面新能源车性能将持续改善，提升产品力和用户购买意愿，预计购车需求持续释放。

图 2 新能源汽车产量大幅增长带动我国汽车产量保持较高增速



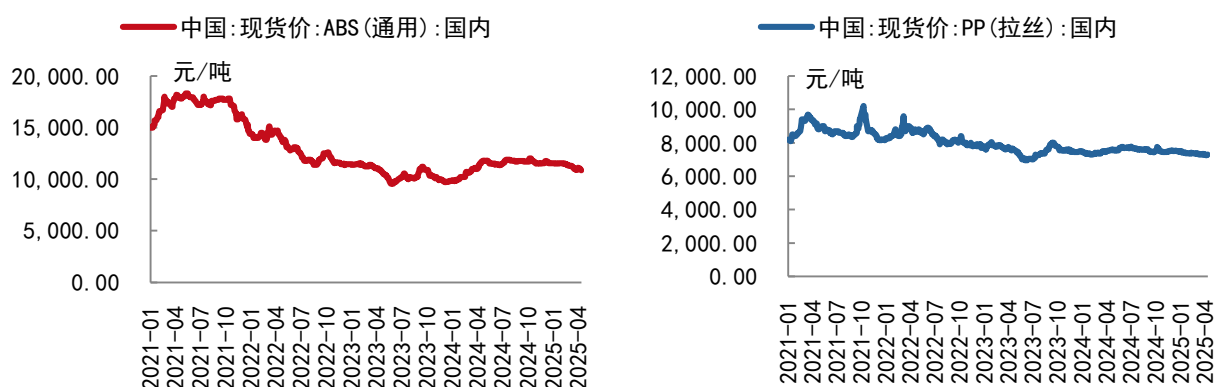
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

近年主要塑料产品价格波动较大，考虑到原油价格等外部影响因素复杂多变，未来仍需关注上游原材料价格波动对改性塑料企业造成的不利影响

改性塑料行业上游基础原材料主要包括PE、PP、PS、PVC、ABS、PA、PBT等塑料产品，其中用量最大的PP和ABS占比约为43%和31%，改性剂则通常包括玻纤、云母（增强）、橡胶（增韧）或阻燃剂等。由于不同改性塑料企业聚焦的细分产品领域和客户领域存在差异，其采购的基础原材料会有所不同。

PP、PA、ABS等塑料作为石化产业链产品，其价格波动与原油价格走势整体趋同，2022年到2023年上半年，受供需格局变化和原油价格回落等因素影响，PP、ABS等塑料价格呈下降趋势。2023年6月份以来，一方面，国际油价高位运行为PP、ABS等塑料价格提供了一定的支撑；另一方面，一系列稳定经济以及促进汽车家电等政策的发布促进下游需求，在多重利好作用下，塑料价格出现上涨走势，尤其进入8月之后，塑料价格涨幅明显扩大。2024年以来，由于竞争压力较大，国内厂家不得不大幅降低开工负荷以应对市场供需格局变化，叠加年内成本端偏强支撑，2024年塑料价格走势多变，整体强势收尾。需要关注的是，我国从美国进口丙烷量较高，美国对等关税主要从成本端影响塑料产品价格，扰动市场情绪，同时塑料产品价格波动与原油价格高度关联，进入2025年，随着国际油价的下行，PP、ABS等塑料产品价格持续震荡调整，而改性塑料行业成本传递速度较慢，销售价格难以及时反映原材料成本的变化，未来仍需关注原材料价格持续震荡给改性塑料企业带来的影响。

图3 近年主要塑料产品价格波动较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

改性塑料行业呈现“大行业，小公司”特征，近年行业竞争日趋激烈

我国的改性塑料行业规模较大，但整体较为分散，产业集中度不高，一方面系改性塑料市场容量较大，应用领域广泛，近年来新能源、人工智能、物联网等技术的发展也进一步拓展了改性塑料的应用场景，导致下游客户数量较多；另一方面，下游应用领域及不同终端产品对于改性塑料的性能要求各有不同，改性塑料在具体应用上具有非标准、定制化的特点，导致改性塑料品种较多，每个厂商都有自己相对专注的细分产品领域和客户领域，单个厂商很难同时满足整个市场所有客户的需求。受下游领域规模

大、用户群体数量多、需求多样、市场分散等因素的影响，加之我国的改性塑料行业起步较晚，伴随国内改性塑料需求的不断上涨，行业竞争较为激烈。目前国内改性塑料上市公司数量较多，但在中高端改性塑料产品市场，国内企业占据的市场份额仍相对较小，与杜邦、巴斯夫、朗盛等大型跨国企业相比，在资金规模和技术实力上仍有较大差距，跨国企业通常是集上游原料、改性设备、品牌、技术及产品销售于一体的大型化工企业。近年来，部分国内改性塑料企业通过技术攻关、生产工艺的改进，加上性价比和本地化服务优势，在部分中高端产品上能够逐步替代进口产品，未来国产替代的趋势有望增强。

四、经营与竞争

公司主要从事改性塑料的研发、生产和销售，为客户提供高性能化、功能化的材料整体解决方案，拥有聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列等多种产品平台，其中聚烯烃系列产品主要应用于家电和汽车领域，聚苯乙烯系列产品主要应用于家电领域，工程塑料及其他系列产品应用于家电、汽车和电池、光伏、储能等诸多新兴细分领域，2024年公司营业收入同比有所增长，系继续加大对智能家居、新能源汽车、消费电子等新市场的开拓，相关领域收入稳步增长所致，公司销售毛利率保持稳定。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
聚烯烃系列	8.64	58.89%	11.42%	36.21	59.48%	11.85%	31.04	58.02%	12.61%
聚苯乙烯系列	2.39	16.29%	9.94%	9.16	15.05%	11.46%	7.96	14.88%	15.58%
工程塑料及其他系列	3.35	22.85%	21.42%	13.99	22.98%	19.56%	12.45	23.28%	17.60%
其他	0.29	1.97%	13.36%	1.51	2.49%	7.64%	2.04	3.82%	5.46%
合计	14.68	100.00%	13.50%	60.88	100.00%	13.46%	53.49	100.00%	13.94%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司各基地产能继续提升，随着泰国基地项目的投产，公司海外业务实现突破，且产品应用领域更加广泛，部分产品实现了进口替代，但需关注募投项目完工时间延期，近年锂电池隔膜价格持续下降，项目投产后可能存在产能消化风险及收益不及预期风险

公司注重技术积累，近年持续加大研发投入，研发人员数量亦保持增长，2024年公司研发投入同比增长14.65%至2.75亿元，占营业收入比重为4.52%；期末共有研发人员566人（2023年末为484人），占公司总人数的24.84%。截至2024年末，公司主要在研项目预计总投资9.26亿元，累计已投资6.24亿元，其中自主研发的长碳链尼龙材料打破国外技术壁垒，实现了国产化替代，2024年公司长碳链尼龙材料进入良性放量增长阶段，广泛应用于家电、汽车、电池密封、消费电子、低空经济等多个产品端，持续的研发投入为公司提升技术创新和研发能力以及新产品新技术的开发提供了有力支撑。

公司产能在改性塑料行业居前列，2024年公司继续对各生产基地进行精益改造及结构化调整，实现新增产能19.60万吨/年，公司泰国基地项目开始投产，主要辐射东南亚地区，公司产品海外销量突破1.7

万吨，同比大幅增长。虽然新增产能仍在爬坡阶段，导致2024年公司产能利用率下降，但产量、销量分别同比增长21.38%和21.87%，产销率维持较高水平。

表2 公司主要产能构成情况（单位：吨）

项目	2024 年	2023 年
合肥基地	220,000.00	180,000.00
重庆基地	100,000.00	70,000.00
广东基地	200,000.00	164,000.00
安庆基地	240,000.00	163,000.00
山东基地	3,000.00	0.00
泰国基地	10,000.00	0.00
合计	773,000.00	577,000.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表3 公司主要产品产能和产量情况（单位：吨、吨/年）

项目	2024 年	2023 年
产能	773,000.00	577,000.00
生产数量	578,049.77	476,236.34
销售数量	576,691.55	473,210.14
产能利用率	74.78%	82.43%
产销率	99.77%	99.36%

资料来源：公司提供

在建产能方面，公司主要在建项目为本期债券募投项目和年产17亿平方米锂电池湿法隔膜项目，募投项目设计产能30.00万吨/年，截至2024年末已投产24.00万吨产能。受宏观经济及市场环境变化等因素对下游需求的影响，募投项目建设进度未达预期，根据公司2024年4月发布的公告，计划将募投项目完工时间延长至2025年12月31日。

年产17亿平方米锂电池湿法隔膜项目系公司在新能源板块新开拓的业务，主要采用国产设备、国产原材料建设锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜生产线，将通过打造差异化产品，聚力锂电池市场突破，项目分两期建设，其中一期设计产能4亿平方米，截至2025年3月末一期已基本完工，正在试生产，二期未来投资进度视市场情况而定。锂电池隔膜行业产业链上游为聚丙烯(PP)、聚乙烯(PE)及添加剂等石油化工行业，公司在经营现有改性塑料业务过程中与上述行业的供应商建立了稳固合作关系，下游主要应用于新能源汽车、储能等领域，亦与改性塑料行业客户高度相关，有利于公司快速进入锂电隔膜产业链。在建项目的持续推进，有利于提升公司产能和优化产品结构，为公司收入增长提供支撑。但考虑到改性塑料行业市场化程度高，行业竞争较为激烈，锂电池隔膜行业近年亦处于持续扩产阶段，锂电池隔膜价格持续下降，仍需持续关注项目投产后的产能消化风险以及收益不及预期风险。

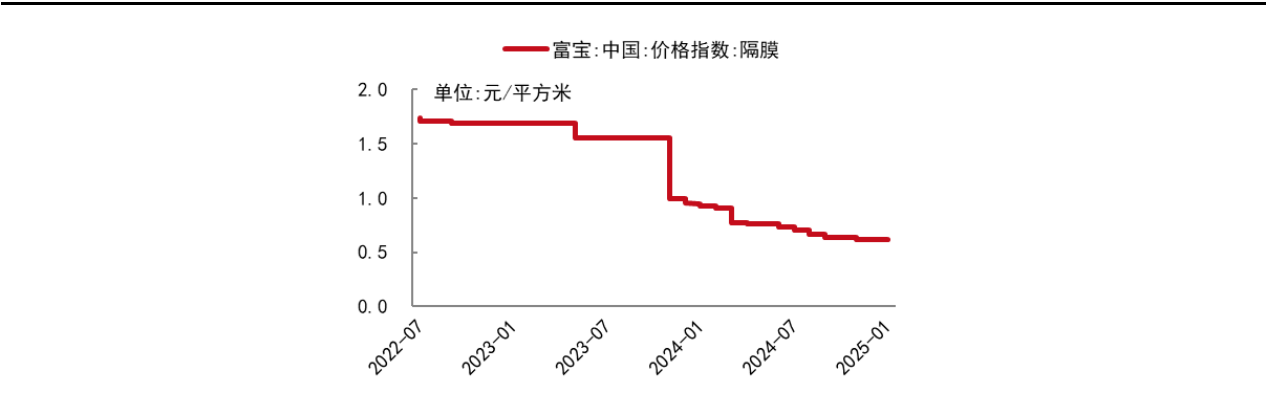
虽然2024年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，但项目建设进度会根据已投产项目市场需求情况调整，公司短期内新增投资节奏会放缓，且募投项目尚有部分资金未使用，项目建设资金压力尚可。

表4 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

指标名称	预计总投资	累计已投资	建设地点
安庆会通年产 30 万吨高性能复合材料项目	110,616.16	53,092.72	安庆
年产 17 亿平方米锂电池湿法隔离膜项目	142,711.88	53,824.48	芜湖
合计	253,328.04	106,917.20	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

图 4 近年锂电池隔膜价格持续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

报告期内，公司采购和销售模式、定价方式未变化，采购方面，公司采用按需采购及安全库存管理相结合的方式执行采购；销售方面，采取直销的销售模式，直接与最终用户签署合同和结算货款，并向其提供技术支持和售后服务。价格方面，公司根据产品成本、产品性能和工艺难度的不同进行定价，并通过商业谈判确定最终定价，销售价格分为月度、季度或者年度定价，且在价格确定后一段时间内不会变化。

2024年公司聚烯烃系列、聚苯乙烯系列、工程塑料及其他系列销量分别同比增长23.14%、24.97%和12.58%，聚烯烃系列和聚苯乙烯系列产品销售均价继续下行，主要系下游家电和汽车等产品价格承压，其中聚苯乙烯系列产品由于下游主要面向家电市场且家电市场竞争更为激烈，导致销售均价降幅较大，各产品销售金额增加主要系销量驱动。

表5 公司主要产品销售情况（单位：亿元、万吨、万元/吨）

项目	2024 年	2023 年
聚烯烃系列	销售金额	36.21
	销售数量	42.78
	平均销售单价	0.85
聚苯乙烯系列	销售金额	9.16
	销售数量	7.32
	平均销售单价	1.25
工程塑料及其他系列	销售金额	13.99

销售数量	7.57	6.72
平均销售单价	1.85	1.85

资料来源：公司提供

公司营业成本中直接材料占比较高，2024年占比为89.96%，直接材料同比增长18.32%；细分来看，虽然聚烯烃系列和聚苯乙烯系列原材料采购价格有所下降，但降幅不及终端产品价格，导致相应产品毛利率下降，考虑到原材料占公司营业成本的比重很大，仍需关注原材料价格波动对公司经营业绩的影响。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：万元/吨、亿元）

项目		2024 年	2023 年
聚烯烃系列	采购金额	21.02	18.44
	采购均价	0.69	0.70
聚苯乙烯系列	采购金额	6.57	4.42
	采购均价	0.92	0.93
工程塑料及其他系列	采购金额	7.97	6.23
	采购均价	1.27	1.25
辅料	采购金额	11.40	10.23
	采购均价	0.74	0.81

资料来源：公司提供

公司客户资质较优，与国内家电、汽车领域的众多知名企业建立合作关系，是国内规模较大、客户覆盖较广的高分子改性材料企业之一，家电领域覆盖了美的、海尔、海信等知名家电企业，汽车领域与比亚迪、蔚来、小鹏、理想等众多知名车企达成深度合作。针对新市场，公司持续加大客户拓展力度，并聚焦智能家居、低空经济、机器人等新质生产力领域的高价值客户开拓，成功量产可用于手机、Pad、VR等消费电子领域的低密度增强PA材料，获得国内外头部客户的认可并稳定供货；研发出了耐寒红磷阻燃增强尼龙材料，成功应用于光伏连接器、新能源连接器等关键部件；研发出了可用于矿井、海洋等特殊场景的抗污、抗菌、导热、抗静电等PCR PC材料，并已在安防领域头部企业批量应用；针对无人机的轻量化需求推出了轻量化PC材料、超高模量碳纤增强复合材料；在机器人领域，提出超高强度碳纤维增强聚酰胺材料、PEEK材料等“以塑料代金属”解决方案，带给产品轻量化、长续航等特性，推出PC三元合金、TPE、TPEE、TPU等材料的解决方案，满足客户各种耐化学复杂场景。

公司根据客户的合作时长、销售规模、历史回款情况等综合评定，一般会给予30-90天不等的账期，2024年公司前五大客户销售占比小幅提升，其中对美的集团¹及其下属公司的销售占比降至25.54%，对第二大客户的销售占比继续提升至11.76%，公司客户集中度较高，但主要客户较为稳定。根据公司公告，2025年公司日常关联交易预计总金额为25.01亿元，其中向美的集团销售额预计为19.00亿元。

供应商方面，公司供应商主要为中石油、中石化等石化企业，公司对该类企业议价能力较弱，但随着公司规模扩大以及合作关系的稳固，付款账期有一定宽松，2024年公司前五大供应商采购金额占比

¹ 何倩嫦女士的父亲何享健为美的集团实际控制人。

略有上升，其中关联方采购占比提升，主要系关联方受托加工业务产生以及向关联贸易商采购金额增加。

表7 公司前五大供应商和客户情况（单位：万元）

年份	供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
2024 年	供应商一	115,346.64	24.07%	客户一（家电领域）*	155,474.71	25.54%
	供应商二	33,218.39	6.93%	客户二（汽车领域）	71,613.88	11.76%
	供应商三*	14,040.55	2.93%	客户三	24,418.53	4.01%
	供应商四	13,500.91	2.82%	客户四	14,071.16	2.31%
	供应商五*	11,479.01	2.40%	客户五	9,126.41	1.50%
	合计	187,585.50	39.15%	合计	274,704.69	45.12%
2023 年	供应商一	89,187.27	21.51%	客户一（家电领域）*	144,101.14	26.94%
	供应商二	36,149.02	8.72%	客户二（汽车领域）	56,534.41	10.57%
	供应商三	14,347.27	3.46%	客户三	17,139.17	3.20%
	供应商四	9,876.55	2.38%	客户四	7,509.41	1.40%
	供应商五	9,696.89	2.34%	客户五	6,808.21	1.27%
	合计	159,257.00	38.41%	合计	232,092.34	43.39%

注：标“*”为关联方。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

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

报告期内，公司资产规模继续增长，应收账款仍保持较大规模，对资金形成占用，需关注其回款风险；公司继续加大市场开拓，2024年营业收入增加且利润水平提升，经营现金流及现金生成能力改善，总债务小幅增长，负债水平及短期债务占比仍较高，仍面临较大的债务偿还压力

资本实力与资产质量

近年公司所有者权益增长主要来自持续经营的利润累积以及本期债券转股，总负债小幅波动，产权比率持续下降，但权益对负债的保障程度仍较弱。

报告期内，公司在建工程及固定资产增长主要系项目持续投入以及部分转固所致，其中在建工程主要为年产17亿平方米锂电池湿法隔离膜项目；理财产品增加导致2025年3月末交易性金融资产增加较多；存货主要为原材料和库存商品，规模及占比持续小幅下降，除此以外，公司其他资产整体变动不大。截至2024年末，公司货币资金主要为银行存款，其中受限货币资金3.82亿元，为各类保证金；应收账款规模较大，对资金形成占用，账龄主要在1年以内，分布较为分散，累计计提坏账准备为1.01亿元，但由于主要客户较为优质，整体回收风险可控；应收票据主要为已背书或贴现但尚未到期的银行承兑汇票；

应收款项融资为银行承兑汇票，无形资产仍主要为土地使用权。

截至2024年末，公司受限资产包括固定资产、货币资金、应收票据、无形资产、在建工程以及少量受限的应收账款，合计受限规模17.81亿元，在总资产中占比25.46%。

图 5 公司资本结构

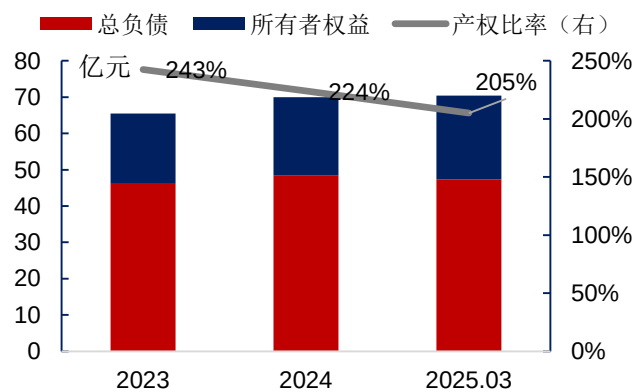
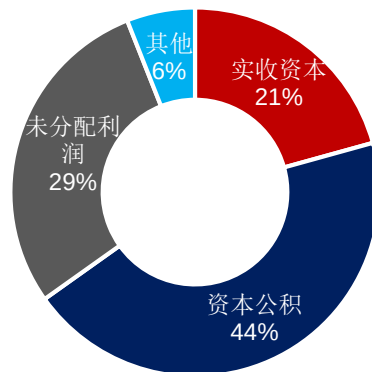


图 6 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



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

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8 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	9.89	14.06%	9.60	13.72%	10.45	15.97%
交易性金融资产	2.19	3.11%	0.50	0.72%	0.50	0.76%
应收票据	4.25	6.04%	4.35	6.21%	4.12	6.29%
应收账款	16.29	23.15%	17.41	24.89%	16.45	25.12%
应收款项融资	2.07	2.94%	2.54	3.63%	2.70	4.12%
存货	5.14	7.31%	5.66	8.09%	6.30	9.63%
流动资产合计	42.15	59.90%	41.96	59.98%	41.65	63.61%
固定资产	18.31	26.02%	18.48	26.42%	14.98	22.89%
在建工程	2.99	4.26%	2.77	3.96%	1.26	1.92%
无形资产	4.28	6.08%	4.31	6.16%	4.38	6.68%
非流动资产合计	28.22	40.10%	28.00	40.02%	23.83	36.39%
资产总计	70.37	100.00%	69.97	100.00%	65.48	100.00%

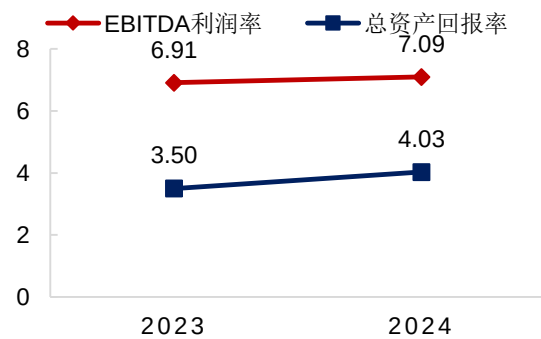
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

随着公司继续加大对智能家居、新能源汽车、消费电子等新市场的开拓，2024年营业收入增速同比提升，毛利率保持稳定，收入增长仍主要系销量驱动，EBITDA利润率和总资产回报率继续提升；公司期间费用率略有提升，主要系销售和研发费用增加，其中销售费用增加主要系为巩固和提升市场份额，加强销售团队建设，业务费用和销售费用增加所致。

盈利趋势方面，2024年公司各基地产能继续提升，且泰国基地项目顺利投产，目前产能在改性塑料行业居前列，汽车和家电是公司改性塑料行业最重要的两个下游应用领域，公司在家电领域与美的集团有广泛的业务合作，近年美的集团营业收入持续增长，有望带动公司营业收入增长；在汽车领域，近年我国新能源汽车产量保持较高增速，公司作为相关材料供应商有望受益。此外，在新市场领域，丰富的客户资源和较大的市场份额有利于公司进一步拓展市场和推广新产品，随着下游应用领域的多元化拓展，公司有望开启新的增长点。但需要注意的是，原材料成本占公司生产成本的比重很高，原材料价格变动对公司盈利能力影响较大，需持续关注原材料价格变动情况，且仍需对新增产能的消化情况保持关注。

图 7 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

报告期内，公司总债务小幅增长，债务结构上，短期债务占比仍很高，公司债务结构仍有待改善；债务类型上，公司银行借款和应付票据增加，本期债券转股使得债券融资余额下降。截至2024年末，公司应付账款主要为应付货款和工程设备款，同比增长主要系原材料采购款增加所致；其他流动负债主要系已背书或贴现但尚未到期的承兑汇票，同比下降主要系应收账款债权凭证到期所致。

表9 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	10.39	21.97%	7.44	15.39%	8.60	18.54%
应付票据	12.30	26.00%	13.58	28.07%	10.68	23.04%
应付账款	5.18	10.94%	6.35	13.13%	4.24	9.14%
一年内到期的非流动负债	2.88	6.09%	2.75	5.68%	6.03	13.01%
其他流动负债	3.41	7.22%	3.42	7.07%	4.89	10.54%
流动负债合计	35.04	74.09%	34.84	72.03%	35.46	76.48%
长期借款	4.92	10.39%	5.03	10.40%	2.26	4.88%
应付债券	6.06	12.81%	7.18	14.85%	7.24	15.62%
非流动负债合计	12.25	25.91%	13.53	27.97%	10.91	23.52%
负债合计	47.30	100.00%	48.37	100.00%	46.37	100.00%

总债务	36.60	77.38%	36.05	74.52%	34.90	75.27%
其中：短期债务	25.57	69.86%	23.77	65.95%	25.31	72.52%
长期债务	11.03	30.14%	12.28	34.05%	9.59	27.48%

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

得益于营业收入增加和利润水平提升，以及公司持续强化客户和供应商信用管理，优化客户结构，客户回款较为及时，同时票据结算增加使得付款周期有所延长，2024年公司经营活动现金净流入明显增加，现金生成能力改善，经营活动现金流净额/净债务、FFO/净债务等指标明显改善，EBITDA对利息支出的保障程度提升；由于在建项目的持续建设，公司投资活动现金净流出增加，筹资活动现金仍保持净流出。公司资产负债率和总债务/总资本小幅下降，但负债水平仍较高。

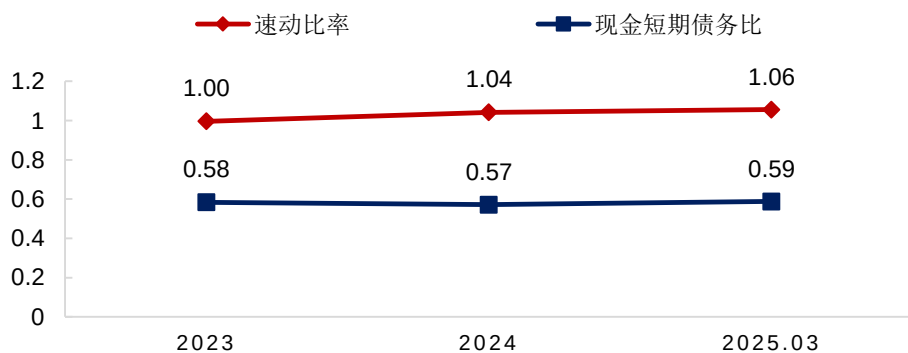
表10 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.78	5.51	1.47
FFO（亿元）	--	2.36	1.86
资产负债率	67.21%	69.13%	70.81%
净债务/EBITDA	--	5.59	5.84
EBITDA 利息保障倍数	--	5.28	4.28
总债务/总资本	61.33%	62.53%	64.62%
FFO/净债务	--	9.78%	8.62%
经营活动现金流净额/净债务	3.54%	22.85%	6.80%
自由现金流/净债务	0.03%	2.60%	-7.61%

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

从流动性来看，公司主要流动性指标变化不大，短期债务占比仍较高，仍面临较大的债务偿还压力。截至2024年末，公司银行授信总额度74.60亿元，尚未使用额度为48.54亿元，备用流动性充足，且作为A股上市公司，可依靠股权融资解决资金需求，具有一定的融资弹性。

图 8 公司流动性比率情况



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

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年6月3日），公司本部、重要子公司广东圆融新材料有限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，截至查询日（2025年6月5日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

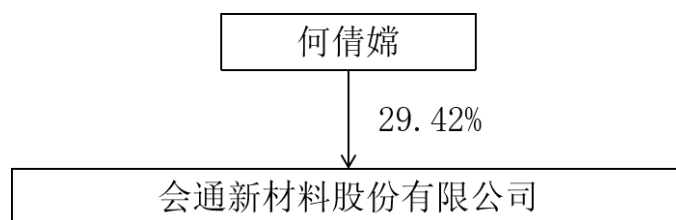
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	9.89	9.60	10.45	14.67
应收票据	4.25	4.35	4.12	5.05
应收账款	16.29	17.41	16.45	12.97
存货	5.14	5.66	6.30	7.17
流动资产合计	42.15	41.96	41.65	41.72
固定资产	18.31	18.48	14.98	13.48
在建工程	2.99	2.77	1.26	1.75
无形资产	4.28	4.31	4.38	3.30
非流动资产合计	28.22	28.00	23.83	22.71
资产总计	70.37	69.97	65.48	64.43
短期借款	10.39	7.44	8.60	10.92
应付票据	12.30	13.58	10.68	9.40
应付账款	5.18	6.35	4.24	4.23
一年内到期的非流动负债	2.88	2.75	6.03	3.35
流动负债合计	35.04	34.84	35.46	32.69
长期借款	4.92	5.03	2.26	5.68
应付债券	6.06	7.18	7.24	6.95
非流动负债合计	12.25	13.53	10.91	13.90
负债合计	47.30	48.37	46.37	46.59
总债务	36.60	36.05	34.90	36.32
其中：短期债务	25.57	23.77	25.31	23.68
长期债务	11.03	12.28	9.59	12.64
所有者权益	23.08	21.60	19.11	17.84
营业收入	14.68	60.88	53.49	51.79
营业利润	0.53	1.97	1.47	0.40
净利润	0.51	2.00	1.42	0.57
经营活动产生的现金流量净额	0.78	5.51	1.47	1.29
投资活动产生的现金流量净额	-2.54	-4.61	-2.38	-2.81
筹资活动产生的现金流量净额	3.02	-2.24	-3.86	9.29
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	4.32	3.69	2.47
FFO（亿元）	--	2.36	1.86	0.91
净债务（亿元）	21.98	24.13	21.58	21.37
销售毛利率	13.50%	13.46%	13.94%	10.47%
EBITDA 利润率	--	7.09%	6.91%	4.77%
总资产回报率	--	4.03%	3.50%	1.91%
资产负债率	67.21%	69.13%	70.81%	72.31%

净债务/EBITDA	--	5.59	5.84	8.65
EBITDA 利息保障倍数	--	5.28	4.28	3.42
总债务/总资本	61.33%	62.53%	64.62%	67.07%
FFO/净债务	--	9.78%	8.62%	4.27%
经营活动现金流净额/净债务	3.54%	22.85%	6.80%	6.03%
速动比率	1.06	1.04	1.00	1.06
现金短期债务比	0.59	0.57	0.58	0.69

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，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	注册地址	主营业务
重庆会通科技有限公司	100%	重庆	改性塑料的研发、生产和销售
会通新材料（上海）有限公司	100%	上海	改性塑料的技术开发和技术咨询
合肥会通科技有限公司	100%	安徽巢湖	改性塑料的研发、生产和销售
安庆会通新材料有限公司	100%	安徽安庆	改性塑料的研发、生产和销售
广东圆融新材料有限公司	100%	广东佛山	改性塑料的研发、生产和销售
合肥圆融新材料有限公司	100%	安徽合肥	改性塑料的研发、生产和销售
会通创源环保科技（安徽）有限公司	100%	安徽合肥	再生资源的研发与销售；改性塑料的研发、生产和销售
会通特种材料科技有限公司	67%	山东潍坊/安徽安庆	改性塑料的研发、生产和销售
会通新材料国际有限公司	100%	泰国	改性塑料的研发、生产和销售；提供各类技术服务；货物或技术进出口
圆融新材料(香港)有限公司	100%	香港	改性塑料，塑料制品进出口业务及销售，国际贸易
安徽会通新能源科技有限公司	69.42%	安徽芜湖	新型膜材料的研发、生产和销售；货物或技术进出口

资料来源：公司 2024 年年度报告及公开资料，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