

山东力诺医药包装股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4990号

联合资信评估股份有限公司通过对山东力诺医药包装股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估,确定维持山东力诺医药包装股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺,维持“力诺转债”信用等级为 A⁺,评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:

二〇二五年六月二十四日

声明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受山东力诺医药包装股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



山东力诺医药包装股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东力诺医药包装股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定	2025/06/24
力诺转债	A+/稳定	A+/稳定	

评级观点

跟踪期内，山东力诺医药包装股份有限公司（以下简称“公司”）作为药用玻璃和日用玻璃制造商，在客户质量、产品品质和研发技术等方面保持一定竞争优势。经营方面，跟踪期内，公司药用玻璃及耐热玻璃产能持续提升，业务规模进一步扩大，但公司所处行业竞争激烈，原材料价格波动大，公司面临成本控制压力，公司存在一定出口贸易业务规模，需关注全球关税不确定性对经营稳定性影响及出口风险。财务方面，公司资产规模有所增长，“两金”规模较大对营运资金有一定占用，资产受限比例低，流动性良好，公司债务负担仍轻，偿债指标表现非常强。但公司实际控制人经营体系内下属产业众多，公司控股股东质押股份用于为其控股股东融资提供质押担保致使股份质押比例高，需关注公司控制权稳定性。综合考虑公司经营和财务风险，其偿债能力仍较强，同时本报告所跟踪的“力诺转债”设置有转股条款，债券违约概率较低。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

公司财务状况稳健，未来，随着公司募投项目建成及投入使用，公司经营业绩有望得到提升，主营业务盈利能力和市场竞争力有望得到巩固，但仍需关注全球关税不确定性对公司经营的影响。整体看，公司信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司在保持财务状况的基础上，市场拓展取得重大进展，销量和市场占有率显著提升，拉动公司收入和利润大幅增长；公司资本市场表现较好，在其他能力保持稳定情况下，通过增资扩股等方式实现资本实力的显著提升；其他带动业绩大幅增长的有利因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：由于竞争加剧、行业政策、可替代品增加、下游消费习惯改变等因素导致公司所处行业景气度持续下行，公司产品销量持续大幅下降，影响公司偿债现金流和整体盈利能力；因原材料价格大幅上涨等因素导致公司成本控制压力显著加大，且公司长期无法通过经济管理进行调整改变这一趋势；公司债务负担明显加重，债务结构与资金使用期限严重错配，偿债能力大幅下降，出现流动性紧张情况；公司控股股东、实际控制人及核心管理层发生重大变动或违法违规情况，控制权发生转移，对公司经营造成重大不利影响；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司在客户质量、产品品质和研发技术等方面具有竞争优势。**公司经过多年发展，在国内外客户群体中获得了较高认可度，客户群体覆盖国内外众多知名企业。公司是国家认定的高新技术企业、国家工业和信息化部和中国工业经济联合会认定的第五批全国制造业单项冠军示范企业，国内医药包装协会药用玻璃研学基地，实验室通过了 CNAS 认证。
- **公司药用玻璃及耐热玻璃产能持续提升。**公司药用玻璃及耐热玻璃业务规模持续扩大，截至 2025 年 3 月底，公司药用玻璃产能达 469200 万支/年，较 2024 年 3 月底增长 12.78%；公司耐热玻璃产能达 7.92 万吨/年，较 2024 年 3 月底增长 19.21%。
- **资产流动性良好，债务负担轻。**截至 2024 年底，公司所有权受限的资产为 1.38 亿元，受限资产占总资产的 5.88%，资产受限比例低。截至 2025 年 3 月底，公司现金类资产 8.50 亿元，全部债务资本化比率为 26.52%，流动比率为 386.42%。

关注

- **公司所处行业竞争激烈。**一致性评价政策和原辅包材关联审批制度促进了药用玻璃产品结构升级，头部产业均在积极布局中硼硅药用玻璃产能，抢占市场，可能出现产能过剩、同业竞争加剧和利润下行的局面。日用玻璃行业下游主要为日用品、家用电器、照明等行业，下游行业需求变化直接影响日用玻璃行业未来发展，但下游行业与宏观经济增速、人均收入水平等因素密切相关，如未来外部环境变化导致下游需求下降，公司经营业绩面临不确定性。
- **原材料价格波动大，公司面临成本控制压力。**原材料和能源是公司营业成本的重要组成部分，包括天然气、电、硼砂、硼酸等，其价格受宏观经济、市场供需和国际环境等因素影响，价格波动较大，公司面临成本控制压力。
- **公司控股股东所持公司股份质押比例高。**公司实际控制人经营体系内下属产业众多，截至 2025 年 3 月底，公司控股股东力诺投资控股集团有限公司质押公司股份占其所持公司股份的比例为 74.04%，所质押股份用于为其控股股东力诺集团股份有限公司及其关联方融资提供质押担保。
- **公司“两金”规模较大对营运资金有一定占用。**截至 2025 年 3 月底，公司应收账款及存货规模合计占资产总额比例 22.28%，规模较大对营运资金有一定占用。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		1
指示评级				a ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a ⁺
外部支持调整因素：--				--
评级结果				A ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

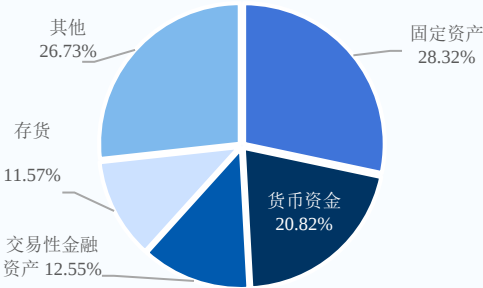
合并口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	9.39	8.51	8.50
资产总额（亿元）	21.51	23.56	24.42
所有者权益（亿元）	15.60	15.54	15.76
短期债务（亿元）	0.08	0.77	1.41
长期债务（亿元）	3.71	3.94	4.28
全部债务（亿元）	3.79	4.71	5.69
营业总收入（亿元）	9.47	10.81	2.76
利润总额（亿元）	0.73	0.71	0.45
EBITDA（亿元）	1.69	2.07	--
经营性净现金流（亿元）	0.61	1.23	-0.15
营业利润率（%）	16.76	18.35	25.87
净资产收益率（%）	4.22	4.25	--
资产负债率（%）	27.46	34.03	35.45
全部债务资本化比率（%）	19.55	23.27	26.52
流动比率（%）	707.30	408.81	386.42
经营现金流动负债比（%）	32.03	36.48	--
现金短期债务比（倍）	122.56	11.08	6.02
EBITDA 利息倍数（倍）	18.70	8.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.24	2.28	--

公司本部口径			
项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	21.53	23.58	/
所有者权益（亿元）	15.60	15.54	/
全部债务（亿元）	3.79	4.71	/
营业总收入（亿元）	9.47	10.81	/
利润总额（亿元）	0.73	0.71	/
资产负债率（%）	27.57	34.12	/
全部债务资本化比率（%）	19.55	23.27	/
流动比率（%）	696.34	405.31	/
经营现金流动负债比（%）	31.60	36.11	/

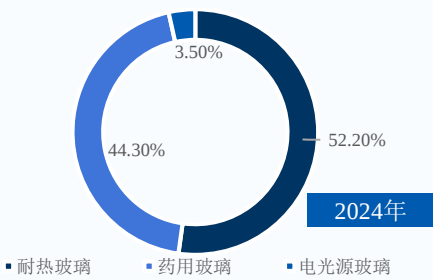
注：1.公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.“--”表示数据不适用；“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

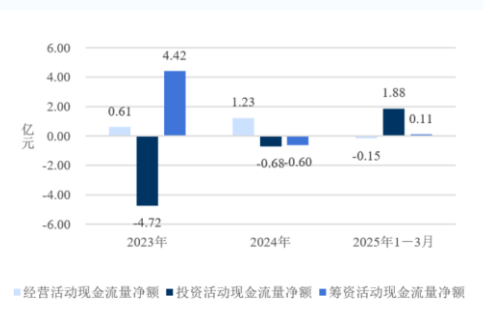
2024 年底公司资产构成



2024 年公司收入构成



2023 年—2025 年 1—3 月公司现金流情况



2023 年底—2025 年 3 月底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
力诺转债	5.00 亿元	4.11 亿元	2029/08/23	回售条款；赎回条款

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
力诺转债	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/28	李敬云 丁媛香	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
力诺转债	A+/稳定	A+/稳定	2023/01/17	宁立杰 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：高 星 gaoxing@lhratings.com

项目组成员：黄 露 huanglu@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东力诺医药包装股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为济南力诺玻璃制品有限公司于 2002 年 1 月成立。公司历经改制、更名和多次增资扩股，2021 年 11 月，公司在深圳交易所上市，股票简称：力诺特玻，股票代码：301188.SZ。2024 年 11 月，公司全称由“山东力诺特种玻璃股份有限公司”变更为“山东力诺医药包装股份有限公司”，股票简称变更为：力诺药包，股票代码不变。截至 2025 年 3 月底，公司股本为 2.32 亿元，力诺投资控股集团有限公司（以下简称“力诺投资”）持有公司 33.08% 的股份（其中 5693.00 万股被质押，占力诺投资所持公司股份的 74.04%，占公司股份的 24.49%）为公司控股股东；自然人高元坤为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

跟踪期内，公司主营业务仍为药用玻璃和日用玻璃等特种玻璃的研发、生产及销售；按照联合资信行业分类标准划分为一般工业，适用一般工商企业信用评级方法。

截至 2025 年 3 月底，公司内部设立式安瓿事业部、卧式安瓿事业部、供应链中心和财务中心等（详见附件 1-2）。截至 2024 年底，公司合并范围在职人员 1446 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 23.56 亿元，所有者权益 15.54 亿元（无少数股东权益）；2024 年，公司实现营业总收入 10.81 亿元，利润总额 0.71 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 24.42 亿元，所有者权益 15.76 亿元（无少数股东权益）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.76 亿元，利润总额 0.45 亿元。

公司注册地址：山东省济南市商河县玉皇庙镇政府驻地；法定代表人：杨中辰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券为“力诺转债”（债券概况见下表）。“力诺转债”初始转股价格为 14.40 元/股，2024 年 6 月 4 日，“力诺转债”转股价调整为 14.30 元/股。2025 年 5 月 29 日，“力诺转债”转股价调整为 14.20 元/股。

“力诺转债”募集资金计划全部用于轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目（以下简称“该项目”），计划投资总额为 6.42 亿元。因该项目涉及的场所建设部分配套工程尚未完成建设，后续基建、装修及竣工验收仍需一段时间，预计短期内无法全部达到预定可使用状态，公司将该项目建设期延长至 2025 年底。截至 2024 年底，募集资金用途未变更，累计投入 0.82 亿元，该项目用于生产中硼硅模制瓶的节能新型玻璃熔化全电熔炉窑炉首炉于 2025 年 2 月 27 日点火。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
力诺转债	5.00	4.11	2023/08/23	6 年

资料来源：联合资信根据公司公告整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

（一）药用玻璃行业

中国医药产业发展带动药用玻璃产业规模持续增长，一致性评价政策、原辅包材关联审批制度及国家药品集中带量采购政策推动中硼硅药用玻璃渗透率快速提升，中硼硅药用玻璃布局加速，头部企业竞争优势明显。

随着中国经济发展和居民生活水平提升，人们健康意识提升，叠加近年来人口老龄化进程加快，使得医药市场需求持续增加，医药制造行业规模也随之不断增长，为医药包装行业的发展提供了强劲动力。据 FortuneBusinessInsights 发布的《药品包装市场研究报告》显示，2024 年全球药品包装市场规模为 1341.8 亿美元，预计 2029 年增至 1800 亿美元，2024—2030 年复合增长率（CAGR）约 6.2%。根据《2024—2029 年中国中硼硅药用玻璃制品行业竞争格局及投资规划深度研究分析报告》数据，2021 年我国药用玻璃市场规模为 286 亿元，较上年同比增长 11.7%，占医药包装的 17%；2023 年药用玻璃市场规模达到 350 亿元，预计到 2026 年，我国药用玻璃市场规模有望达到 442 亿元，2023—2026 年的 CAGR 为 8.51%。

行业政策方面，一致性评价要求仿制药与原研药起到药学等效性和生物等效性，原研药瓶多采用中硼硅玻璃，因此仿制药采用中硼硅玻璃可更好保证药物达到药学等效性和生物等效性，从而加速中硼硅对低硼硅或者钠钙玻璃的替代。一致性评价的推出、原辅包材关联审批制度以及国家“集采”政策的推进，推动了中硼硅药用玻璃市场的快速放量。2024 年 12 月，国务院发布《关于全面深化药品医疗器械监管改革促进医药产业高质量发展的意见》，全面深化药品医疗器械监管改革，促进医药产业高质量发展。在国家一致性评价政策及药品集中带量采购政策推动下，中硼硅药用包装玻璃渗透率不断提升，市场需求不断扩大。

面对中硼硅药用玻璃巨大的市场空间，国内药用玻璃企业投入布局、扩产，力诺药包、山东药玻、正川股份等中国企业在中硼硅药用玻璃方面均进行了尝试或扩产。目前国内医药包装行业企业的数量众多，市场集中度较低，布局医药包装业务的生产企业多为规模小的企业，不能够满足现代企业对产品质量、供应稳定的需求，综合竞争实力较强的龙头企业有望占据更大市场空间，行业未来集中度会有所提升。

（二）日用玻璃行业

2024 年，国际上高硼硅耐热玻璃的市场需求有所恢复，消费升级推动日用玻璃升级替换，日用玻璃行业有望回暖；激烈的市场竞争有助于行业集中度提升。

从市场端看，日用玻璃行业下游主要为日用品、家电、照明等行业，下游需求直接影响日用玻璃行业发展。2024 年以来，国际上高硼硅耐热玻璃的市场需求有所恢复，随着国家经济发展和消费水平的提高，消费者对于日用产品的质量与安全性提出了更高的要求。中国日用玻璃行业正逐渐向高端化、轻量化、环保化、节能化、国际化方向健康发展。高硼硅玻璃作为功能性材料具有耐冲击、耐高温的优势，更安全、更环保，应用领域广泛，包括微波炉托盘、玻璃仪器、耐热玻璃制品、LED 透镜、航空 PAR 灯、破壁机杯体、洗衣机观察窗、汽车灯透镜、室外大型灯具地耐热玻璃面板等。随着高硼硅玻璃电熔熔化技术的发展和新产品的出现，高硼硅玻璃应用范围将得到进一步扩宽。根据 QYR 的详尽统计及预测报告，全球硼硅玻璃市场在 2024 年实现了显著增长，其销售额达到了 11.92 亿美元。该市场预计将以 2.2% 的年复合增长率（CAGR）持续增长，至 2031 年预计销售额将达到 13.86 亿美元。中国日用玻璃企业众多，行业集中度低，区域集中度高，本土企业和国际中高端日用玻璃生产商的激烈竞争促使中国日用玻璃产业进一步升级，行业集中度有望提高。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，控股股东所持公司股份质押比例高。

截至 2025 年 3 月底，公司控股股东所持公司股份质押比例高（其中 5693.00 万股被质押，占力诺投资所持公司股份的 74.04%，占公司股份的 24.49%），全部用于为其控股股东力诺集团股份有限公司（以下简称“力诺集团”）及其关联方融资提供质押担保；

实际控制人经营体系内下属产业众多，业务领域较广，如因宏观环境和市场变化等因素导致其资信情况大幅下降，无法履约偿还债务，可能对公司股权稳定性造成不利影响。

公司已形成药用玻璃和以耐热玻璃为主的日用玻璃协同发展的布局，在客户质量、产品品质和研发技术等方面具有竞争优势。

企业规模和竞争力方面，公司在药用玻璃领域拥有全国性的销售服务网络，已与中国众多知名大型医药企业如悦康药业集团股份有限公司、华润双鹤药业股份有限公司、山东新时代药业有限公司、齐鲁制药有限公司等形成了长期合作关系。在日用玻璃领域，公司产品品种结构丰富，能满足各类客户的产品需求，与国内外多家大型客户形成长期合作关系，重点客户涵盖了美国 OXO¹、韩国 LOCK & LOCK²等国外知名企业以及广东美的厨房电器制造有限公司、中山格兰仕工贸有限公司等国内知名客户。医药包装材料行业存在渠道壁垒，考虑到药品安全性及相容性验证等因素，客户一般不会轻易更换供应商，稳定客户渠道资源有利于保障公司药用玻璃产品的需求。

产品品质方面，公司的日用玻璃产品均属于高硼硅耐热特种玻璃，材质熔点较高，对产品加工的技术水平要求也较高，具有低膨胀、抗热震、耐热、耐腐蚀、强度高等一系列优良性能，且使用安全系数高、绿色环保。药用玻璃产品全部为硼硅玻璃，且中硼硅药用玻璃瓶占比较高。公司把控和执行原料、产品的质量标准，控制生产工艺各环节工艺参数。公司建立了一套严格的生产管理流程和质量管理体系，通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、OHSAS18001 职业健康安全管理体系、ISO15378 质量管理规范、IOS17025 实验室认可证书等国内外一流标准体系认证，产品安全性较高，品质稳定性较强。

研发能力方面，公司是国家认定的高新技术企业、国家工业和信息化部和中国工业经济联合会认定的第五批全国制造业单项冠军示范企业，医药包装协会药用玻璃研学基地，实验室通过 CNAS 认证。公司核心参与了 5.0、7.0 药用玻璃、玻璃仪器和耐热玻璃器皿国家标准的起草工作，主起草微波炉玻璃托盘等多项国家标准，核心参与耐热玻璃标识等行业管理规范的制定，截至 2024 年底，公司拥有 133 项专利技术。

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（社会统一信用代码：9137012673578730XH），截至 2025 年 6 月 4 日，公司本部不存在未结清的关注/不良信贷信息；已结清的信贷信息中，有 8 笔关注类短期借款和 36 笔关注类银行承兑汇票，发生时间较久远，均已正常还款，未有逾期。根据过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国中存在不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事、监事、高级管理人员变动较大。

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员变化如下表。新任核心管理层人员具备职位所需行业背景和经验，未对公司正常运行造成重大不利影响。截至报告出具日，公司拥有董事 7 人（其中独董 3 人），监事 3 人，高级管理人员 6 人，符合章程规定。

图表 2 • 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	职务	变动类型	日期	原因
王全军	董事	被选举	2024/04/15	因董事会换届，被选举为第四届董事会董事
潘广成	独立董事	被选举	2024/04/15	因董事会换届，被选举为第四届董事会独立董事
杨公随	独立董事	被选举	2024/04/15	因董事会换届，被选举为第四届董事会独立董事
刘媛	独立董事	被选举	2024/04/15	因董事会换届，被选举为第四届董事会独立董事
孙鹏飞	总经理	聘任	2024/04/15	被第四届董事会聘任为总经理
张其林	董事、总经理	任期满离任	2024/04/15	任期满离任

¹ Helen of Troy Limited 为国际知名家居用品企业，旗下拥有“OXO”等知名品牌。
 ² 乐扣乐扣日用品（苏州）有限公司及其同一控制下企业，为发行人客户。乐扣乐扣是全球知名的家用产品公司，主要产品有密封容器、保温容器、水杯、锅具等产品。

白翔	副总经理	任期满离任	2024/04/15	任期满离任
邢乐成	独立董事	任期满离任	2024/04/15	任期满离任
李奇凤	独立董事	任期满离任	2024/04/15	任期满离任
蒋灵	独立董事	任期满离任	2024/04/15	任期满离任

资料来源：公开资料，联合资信整理

孙鹏飞先生，1980 年出生，无境外永久居留权，研究生学历。历任公司车间工艺员、沈阳办事处业务经理、吉林办事处主任、东北大区经理、市场部部长、华北大区经理、鲁豫大区经理、市场部总监、大客户 KA 经理、南部大区总监、药包事业部国内营销总经理等职务，2024 年 4 月起任公司总经理。

跟踪期内，除上述事项外，公司核心管理层其他成员未发生变动，管理制度未发生重大变动，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司主营业务无变化；公司营业总收入同比增长，综合毛利率继续提升。2025 年一季度，公司耐热玻璃毛利率带动综合毛利率大幅增长。

2024 年，公司主营业务未发生变化，仍主要从事耐热玻璃、药用玻璃等特种玻璃的研发、生产及销售，其中药用玻璃和耐热玻璃产品销售收入占公司营业总收入的 90% 以上，是公司的主要收入来源。公司其他业务收入主要来自材料、模具、废料、玻璃机械销售，规模很小，对收入贡献不大。

2024 年，随着耐热玻璃及药用玻璃业务规模扩张带动销量增长，公司实现营业总收入同比增长 14.09%。毛利率方面，受硼砂、硼酸等原材料和能源价格有所下降影响，耐热玻璃毛利率同比增长 2.58 个百分点；受药用玻璃多台窑炉在 2024 年陆续点火，合格产能爬坡期增加了生产成本，叠加销售产品结构变化导致均价下降等多重因素影响，药用玻璃毛利率同比下降 0.63 个百分点。受上述影响，公司综合毛利率同比增加 1.57 个百分点。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 3.38%，主要系药用玻璃中模制瓶销量增长所致。受耐热玻璃利用效率、主要原材料采购均价小幅下降及产品销售均价有所提升综合影响，公司综合毛利率同比大幅增长 5.75 个百分点。

图表 3 • 2023—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
耐热玻璃	5.18	54.72%	13.13%	5.88	54.39%	15.71%
药用玻璃	4.06	42.85%	23.19%	4.67	43.20%	22.56%
其他	0.23	2.43%	13.16%	0.26	2.41%	29.91%
合计	9.47	100.00%	17.44%	10.81	100.00%	19.01%

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差
 资料来源：公司提供，联合资信整理

（1）采购

2024 年，公司采购物料、渠道及结算模式等方面均未发生变化，公司采购模式主要为以产定采，部分原材料需进口；原材料、能源采购均价有所下降但仍处于高位，公司面临一定成本管控压力且需关注中美贸易摩擦加征关税对公司硼砂、硼酸采购稳定性的影响；供应商集中度较高。

2024 年，公司采购模式无变化，主要按照生产需求制定采购计划。公司设立了独立的采购部门，统一负责采购事宜；制定了规范的供应商遴选与考核制度。公司日常生产中主要采购的原材料包括硼砂、石英砂、中硼硅药用玻璃管、包装材料及辅料等，主要采购的能源为电力、天然气等。2024 年，直接材料和能源动力约占生产成本 50~60%。公司采购的电力和天然气来源于就近的工业园区；硼砂、石英砂等原材料属于大宗工业原料，其中硼砂、硼酸主要来自力拓矿业³，石英砂主要产自安徽凤阳等地；中硼硅

³ Rio Tinto Minerals Asia Pte Ltd，力拓集团下属公司，公司所需硼砂和硼酸的主要供应商。

药用玻璃管主要采购自康宁玻璃⁴和德国肖特集团⁵；包装材料主要来源于就近的包装印刷厂商。公司与主要原材料、能源供应商均建立了稳定的合作关系，主要原材料和能源的供应较为充足，能够满足日常经营需要。但公司硼砂、硼酸等原材料主要通过进口采购，如中美贸易摩擦加征关税、汇率波动或其他外部因素影响无法及时采购，可能对公司的经营业绩造成不利影响。

采购量方面，受公司耐热玻璃及药用玻璃规模扩张影响，2024 年，公司硼砂、石英砂、中硼硅药用玻璃管等主料和电力等能源采购量均有所增长，受 2023 年公司提前储备硼酸影响，2024 年硼酸采购量有所下降，天然气采购量变动幅度不大。采购价格方面，受经济景气度下行及上游行业周期性波动影响，公司主料原材料及能源价格均有所下降，但仍处于高位，公司面临一定成本管控压力。2025 年一季度，受市场因素影响，中硼硅药用玻璃管采购均价较上年下降 21.78%。

图表 4 公司主要采购情况

名称	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
电	采购量（单位：万度）	16992.06	19983.55	5342.70
	采购均价（单位：元/度）	0.67	0.64	0.64
天然气	采购量（单位：万方）	1729.48	1685.35	468.20
	采购均价（单位：元/方）	3.23	3.15	3.28
中硼硅药用玻璃管	采购量（单位：吨）	8363.78	12499.88	2988.57
	采购均价（单位：元/千克）	14.40	11.25	8.80
硼砂	采购量（单位：吨）	18049.40	18504.00	4427.00
	采购均价（单位：元/千克）	4.87	4.53	4.49
石英砂	采购量（单位：吨）	40977.36	57332.94	14446.56
	采购均价（单位：元/千克）	0.51	0.49	0.40
硼酸	采购量（单位：吨）	1998.00	1640.00	480.00
	采购均价（单位：元/千克）	7.38	5.97	5.96

资料来源：公司提供

2024 年，公司采购结算方式无重大变化，电力采用电汇结算方式，每月结算单出具后 20 日内付款；天然气采用电汇结算方式，每月结算单出具后 10 日内付款；能源均采用询价定价方式。中硼硅药用玻璃管采购主要采用现汇和信用证方式结算，硼砂和硼酸采用货到付款或预付部分款项方式支付货款；石英砂采购主要采用银行承兑票据支付。从采购集中度看，公司向五大供应商（无关联方）总采购金额占年度采购总额比例同比下降 6.85 个百分点至 45.07%，集中度较高，采购品种主要为能源、硼砂/硼酸和中硼硅药用玻璃管。其中，天然气供应商为公司持股 18.52%的参股公司。

（2）生产

2024 年，公司主要产品和生产模式未发生重大变化；药用玻璃及耐热玻璃产能和产量同比小幅增长，产品产能利用率同比均有所提升。2025 年一季度，公司药用玻璃产能利用率有所下降。

2024 年，公司的要产品和生产模式未发生重大变化。公司主要产品为药用玻璃和耐热玻璃等特种玻璃产品，其中药用玻璃包括中硼硅药用玻璃瓶、低硼硅药用玻璃瓶和低硼硅药用玻璃管，耐热玻璃主要包括高硼硅耐热玻璃器皿和微波炉用玻璃托盘。公司实行“以销定产、弹性制造”的生产模式，根据销售订单和市场需求情况，结合自身产品的生产周期合理制定生产计划，在满足客户订单需求的基础上保持一定安全库存。由于玻璃制品的生产具有一定特殊性，玻璃窑炉点火后除大修等情形外，通常情况下不能停产。对于部分标准规格的产品，市场需求量通常较大，公司会进行适度备货（通常备货量为 10%），以便有效利用产能。

2024 年，受一致性评价促进中硼硅药用玻璃对低硼硅药用玻璃的替代影响，公司中硼硅药用玻璃产能继续增长，带动药用玻璃产能和产量同比增长。受下游需求有所恢复影响，公司耐热玻璃产量同比大幅提升，产能利用率同比增长 14.17 个百分点。2025 年一季度，耐热玻璃受窑炉大修重建周期影响，产能同比大幅提升，产能恢复至 7.92 万吨/年，产量继续增长。同期，公司药用玻璃产能利用率有所下降，主要系消耗原料较大、生产时间较长的模制瓶产量提升，压缩了管制瓶的产量导致单位作业时间下总支数有所下降。

⁴指 Corning Pharmaceutical Glass LLC 及其同一控制下企业，是世界知名的特种玻璃生产企业，产品广泛应用于光通信、消费电子、显示技术、汽车、医药、生命科学等领域。

⁵包括 SCHOTT AG、SCHOTT GLASS INDIA PVT.LTD.、肖特玻管（浙江）有限公司及其同一控制下企业。德国肖特集团成立于 1884 年，专业从事特种玻璃的研发与制造，是世界领先的药用中硼硅玻璃管生产企业。

图表 5 公司主要产品生产情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
药用玻璃	产能（单位：万支）	405502	469200	469200
	产量（单位：万支）	361627	454866	90909
	产能利用率（%）	89.18%	96.95%	77.50%
耐热玻璃	产能（单位：吨）	62954	63400	79200
	产量（单位：吨）	54639	64009	18231
	产能利用率（%）	86.79%	100.96%	92.08%

注：2025年1—3月产能已年化
 资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）销售

2024 年，公司采用直销销售，定价方式、结算方式均未发生重大变化。从销售区域看以境内为主，境外部分以美元和欧元结算，需关注全球关税不确定性对经营稳定性影响及出口风险。主要产品销量同比均有所增长，销售均价略有下降。公司客户集中度较低。

2024 年，公司的销售模式、销售定价方式、销售结算等方面均未发生重大变化。

从销售区域看，2024 年，公司境内收入约占 80%，同比变化不大；境外收入主要来自北美洲、欧洲以及亚洲地区的日用玻璃领域客户。公司出口销售产品主要以美元和欧元进行结算，需关注全球关税不确定性对经营稳定性影响及出口风险。

从销量看，2024 年，一致性评价推动中硼硅药用玻璃替代低硼硅市场，公司提前布局中硼硅药用玻璃产能，药用玻璃销量增长，产销率小幅下降主要系公司模制瓶产品当年投产处于试销阶段所致；受益于下游需求恢复，耐热玻璃销量同比增长，产销率同比变化不大仍保持高水平。药用玻璃和耐热玻璃销售均价均略有下降。从销售集中度看，2024 年，公司对前五名客户销售额占年度销售总额的比例由上年的 23.17%下降至 17.84%，客户集中度较低。2025 年一季度，公司耐热玻璃产销率有所下降。

图表 6 公司主要产品销售情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
药用玻璃	销量（单位：万支）	336709.27	405973.48	110024.49
	产销率	93.11%	89.25%	121.03%
	销售均价（单位：元/万支）	1186.00	1150.00	1201.00
耐热玻璃	销量（单位：吨）	57705.65	66958.00	15569.93
	产销率	105.61%	104.61%	85.40%
	销售均价（单位：元/吨）	8984.00	8778.91	8918.08

资料来源：公司提供，联合资信整理

2 经营效率

跟踪期内，公司存货周转效率有所下降，但公司整体经营效率仍属于同行业较高水平。

从经营效率指标看，2024 年，公司销售债权周转效率及总资产周转率变动幅度不大，存货周转效率有所下降。与同行业上市公司相比，由于公司在销售端主要采用直销的方式，公司整体经营效率属于同行业较高水平。

图表 7 • 公司经营效率变化情况（单位：次）

项目	2023 年	2024 年
销售债权周转次数	4.34	4.36
存货周转次数	4.23	3.67
总资产周转次数	0.50	0.48

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 8 • 2024 年所选公司经营效率指标情况（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
山东药玻	3.00	5.33	0.53
正川股份	2.84	5.33	0.40
公司	3.67	5.50	0.48

注：为了方便对比，上表公司数据均来自 Wind；山东省药用玻璃股份有限公司简称：山东药玻，重庆正川医药包装材料股份有限公司简称：正川股份
 资料来源：Wind

3 未来发展

公司基于现有业务规模与经营情况制定了符合自身定位的发展计划；截至2024年底，公司主要在建项目所需投入资金主要通过公司IPO和“力诺转债”的募集资金筹集到位，资金支出压力可控。但需关注，未来若宏观环境、市场竞争加剧、行业政策、技术革新等方面发生较大变化，公司可能面临项目收益不及预期以及产能无法消化的风险。

公司未来将继续以药用玻璃为发展重点，开拓市场，加强科技研发，扩增产能和产品品类，开发高附加值和高技术壁垒产品，完成公司耐热玻璃业务的产品结构调整，提升公司内部管理和治理水平。

截至 2024 年底，公司主要在建项目为中性硼硅药用玻璃扩产项目及轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目，计划总投资额 9.73 亿元，已投资 3.99 亿元，预定投产时间主要在 2025 年底及之后，项目资金来源主要为 IPO 和“力诺转债”的募集资金，资本支出压力可控。公司在建项目产能规模大，未来随着项目建成投产，公司整体竞争实力有望获得进一步提升。但需关注，未来若宏观环境、市场竞争加剧、行业政策、技术革新等方面发生较大变化，公司可能面临项目收益不及预期以及产能无法消化导致的经营下行风险和减值风险，进而对公司当期损益形成不利影响。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2025 年一季度公司财务报告未经审计。

合并范围方面，2024 年公司新设 2 家子公司；2025 年一季度，公司新增 3 家子公司。合并范围变化对公司财务数据可比性影响不大，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产

截至 2024 年底，在建工程及固定资产增长带动公司资产规模持续增长，流动资产中货币资金充裕，“两金”规模较大对营运资金有一定占用，资产整体受限比例低，流动性良好。

资产方面，截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增长 9.54%，非流动资产占比有所提升。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底增长 9.82%，主要系经营获现规模增加所致，货币资金受限规模为 0.90 亿元，受限资金占比 18.30%，主要为票据、保函、信用证保证金等。公司交易性金融资产主要为结构性存款及理财产品，2024 年底交易性金融资产较上年底下降 34.74%。随经营规模扩大，公司存货及应收账款规模小幅增加。公司存货主要由库存商品（占比 76.72%）和原材料（占比 14.58）构成，计提存货跌价准备 0.12 亿元，计提比例较低。公司应收账款主要以 1 年以内（占 99.29%）为主，计提坏账准备比例 5.17%，应收账款前五大欠款方合计金额占比为 39.58%，集中度较高。“两金”规模较大对营运资金有一定占用。受募投项目轻量药用模制玻璃瓶（I 类）产业化项目持续建设影响，公司在建工程及固定资产规模均有所长。同期末，公司所有权受限的资产为 1.38 亿元，受限资产占总资产的 5.88%，资产受限比例低。

截至 2025 年 3 月底，公司资产规模和资产结构较上年末变化不大，其中货币资金大幅增加主要系公司结构性存款及理财产品赎回所致。

图表 9 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	13.56	63.03%	13.79	58.51%	14.31	58.60%
货币资金	4.47	20.76%	4.90	20.82%	7.11	29.12%
交易性金融资产	4.53	21.07%	2.96	12.55%	0.76	3.11%
应收账款	1.85	8.60%	2.08	8.82%	2.51	10.27%
存货	2.05	9.52%	2.73	11.57%	2.93	12.01%
非流动资产	7.95	36.97%	9.78	41.49%	10.11	41.40%
固定资产	6.12	28.46%	6.67	28.32%	6.60	27.03%
在建工程	0.32	1.48%	1.50	6.37%	1.65	6.76%
资产总额	21.51	100.00%	23.56	100.00%	24.42	100.00%

注：资产科目占比为占资产总额的比重；固定资产中含固定资产清理，在建工程中含工程物资
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.90	3.81%	票据、保函、结售汇、劳务工资、信用证保证
应收票据	0.12	0.51%	质押
应收账款	0.37	1.56%	已背书转让但不满足终止确认条件
合计	1.38	5.88%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

（2）资本结构

跟踪期内，公司所有者权益小幅波动，结构稳定性较强。公司短期债务占比有所增加，债务结构仍以长期债务为主，债务负担仍轻。

跟踪期内，公司所有者权益小幅波动；截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 15.76 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 100.00%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 14.75%、50.69%和 27.04%，所有者权益结构稳定性较强。

跟踪期内，公司负债和债务规模均有所增长。截至 2024 年底，公司负债以应付票据、应付账款及应付债券为主，含少量短期借款，无长期借款。截至 2025 年 3 月底，公司负债规模和负债结构较上年底变化不大。

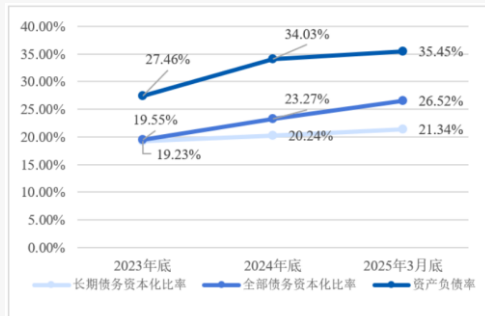
债务方面，为控制财务融资成本，公司更多使用较低成本的票据融资，应付票据规模有所增加，应付债券为“力诺转债”。截至 2024 年底，公司全部债务规模较上年末增长 24.32%，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 34.03%、23.27%和 20.24%，较上年底分别提高 6.57 个百分点、提高 3.72 个百分点和提高 1.02 个百分点。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较上年底增长 20.70%至 5.69 亿元，整体债务负担仍轻。

图表 11 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	1.92	32.45%	3.37	42.06%	3.70	42.78%
应付票据	0.07	1.15%	0.60	7.50%	1.24	14.36%
应付账款	1.10	18.70%	1.83	22.81%	1.78	20.53%
非流动负债	3.99	67.55%	4.65	57.94%	4.95	57.22%
应付债券	3.71	62.82%	3.94	49.20%	4.01	46.27%
负债总额	5.91	100.00%	8.02	100.00%	8.66	100.00%

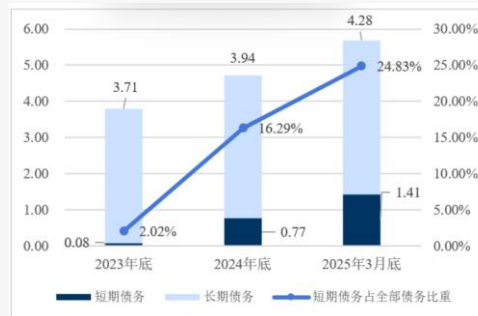
注：负债科目占比为占负债总额的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12•公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 13•公司有息债务情况（亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从债务期限结构来看，截至 2025 年 3 月底，公司 1 年以内到期债务 1.41 亿元，短期内集中偿付压力较小。

（3）盈利和现金流

2024 年，受业务规模扩张影响，公司营业总收入及营业成本均小幅增长，盈利能力指标有所增强。因原材料价格有所下降，公司经营活动现金净流入量有所增加，但现金收入质量一般，公司筹资活动现金由净流入转为净流出。

盈利方面，2024 年，公司营业总收入与营业成本均小幅增长；费用总额同比增长，主要系业务规模扩大，开拓市场增加人员，职工薪酬，差旅、业务招待费及展会宣传费同比增长，叠加“力诺转债”发行成功产生利息费用所致。期间费用率达 12.78%，费用控制能力有待加强；营业利润率、总资本收益率和净资产收益率同比分别提高 1.60 个百分点、0.67 个百分点及 0.03 个百分点，盈利指标表现增强。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 3.38%，利润总额同比增长 62.48%，主要系耐热玻璃利用效率、主要原材料采购均价小幅下降及产品销售均价有所提升综合影响所致。

图表14•公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	9.47	10.81	2.76
营业成本	7.82	8.75	2.03
费用总额	1.03	1.38	0.30
其中：销售费用	0.39	0.48	0.10
管理费用	0.28	0.39	0.07
研发费用	0.30	0.34	0.07
财务费用	0.05	0.17	0.06
投资收益	0.12	0.12	0.03
利润总额	0.73	0.71	0.45
营业利润率	16.76%	18.35%	25.87%
总资本收益率	3.86%	4.53%	--
净资产收益率	4.22%	4.25%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表15•公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	8.04	9.00	1.81
经营活动现金流出小计	7.43	7.77	1.96
经营现金流量净额	0.61	1.23	-0.15
投资活动现金流入小计	8.57	28.94	3.11
投资活动现金流出小计	13.29	29.62	1.23
投资活动现金流量净额	-4.72	-0.68	1.88
筹资活动前现金流量净额	-4.10	0.55	1.73
筹资活动现金流入小计	4.91	0.15	0.30
筹资活动现金流出小计	0.50	0.75	0.19
筹资活动现金流量净额	4.42	-0.60	0.11
现金收入比	82.63%	76.42%	63.08%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

现金流方面，2024 年，随着公司业务规模扩张，经营活动现金流入量、流出量和净流入量均有所增长；现金收入比为 76.42%，同比下降 6.22 个百分点，收入实现质量一般。公司投资活动现金流入及流出规模扩大，主要系公司买卖理财产品所致，当年投资活动现金净流出规模同比有所下降；公司筹资活动现金同比净流入转为净流出，主要系 2023 年公司发行可转换债券所致。2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流由净流入转为净流出，主要系当期集中结算部分原材料应付款项所致，公司投资活动现金流及筹资活动现金流均保持净流入。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标有所下降，长期偿债指标有所增强，整体看，偿债能力指标表现仍较好。

图表 16•公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率 (%)	707.30	408.81	386.42
	速动比率 (%)	600.52	327.94	307.24
	经营现金/流动负债 (%)	32.03	36.48	--
	经营现金/短期债务 (倍)	8.02	1.60	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	122.56	11.08	6.02
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	1.69	2.07	--
	全部债务/EBITDA (倍)	2.24	2.28	--
	经营现金/全部债务 (倍)	0.16	0.26	--
	EBITDA/利息支出 (倍)	18.70	8.03	--
	经营现金/利息支出 (倍)	6.79	4.77	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，2024 年底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均有所下降，但现金类资产和经营活动现金流量净额对短期债务的保障仍强。从长期偿债能力指标来看，2024 年，公司 EBITDA 同比有所增长，因而 EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度有所提高。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对合并范围外企业担保的情形。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 4.57 亿元，尚未使用授信 2.87 亿元。公司为 A 股上市公司，具有直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

截至 2024 年底，公司本部作为公司生产经营、管理、融资主体，其资产质量、债务结构、盈利水平和偿债能力与合并报表下的分析结果基本一致。

(五) ESG 方面

公司安全环保方面表现良好，治理结构较为完善，ESG 表现尚可。

环境方面，2024 年公司推行工艺设备改进，减少碳排放产生，对螺杆空压机改造为离心空压机气体单耗降低 13%，对空调循环水系统改造减少制冷量损失，每年节约用电 82.60 万度。对车间变压器改为高效变压器，降低熔化功率 88KW，节电 4.5%，对车间厂房光伏发电系统做好日常维护保养全年发电量 2080880KWh，太阳能发电增加 29%。公司 2024 年固废管理到位，推行无废工厂建设，固废循环利用，2024 年 12 月份被评为山东省无废工厂企业。

社会责任方面，公司解决就业 1446 人，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。公司注重投资者权益保护、员工权益保护，加强供应商、客户权益保护。2024 年度，公司安全管理相关的建设以及运行情况良好，未发生重大安全事故。

公司治理方面，公司依照法律法规，结合自身情况，设有股东大会、董事会和监事会，法人治理结构较为完善。2025 年 4 月，公司披露《可持续发展报告》，ESG 信息披露质量尚可。

七、债券偿还能力分析

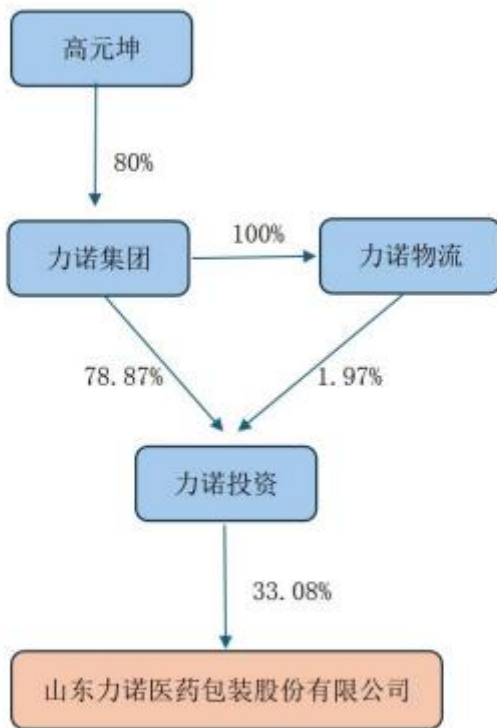
公司经营活动产生的现金流入对待偿债券余额的保障程度较高，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对待偿债券余额保障程度或将提升。

2024 年，公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 9.00 亿元、1.23 亿元、2.07 亿元，分别为“力诺转债”待偿余额（4.11 亿元）的 2.19 倍、0.30 倍和 0.50 倍。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担有下降的可能，公司对“力诺转债”的保障能力或将提升。

八、跟踪评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺, 维持“力诺转债”的信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）

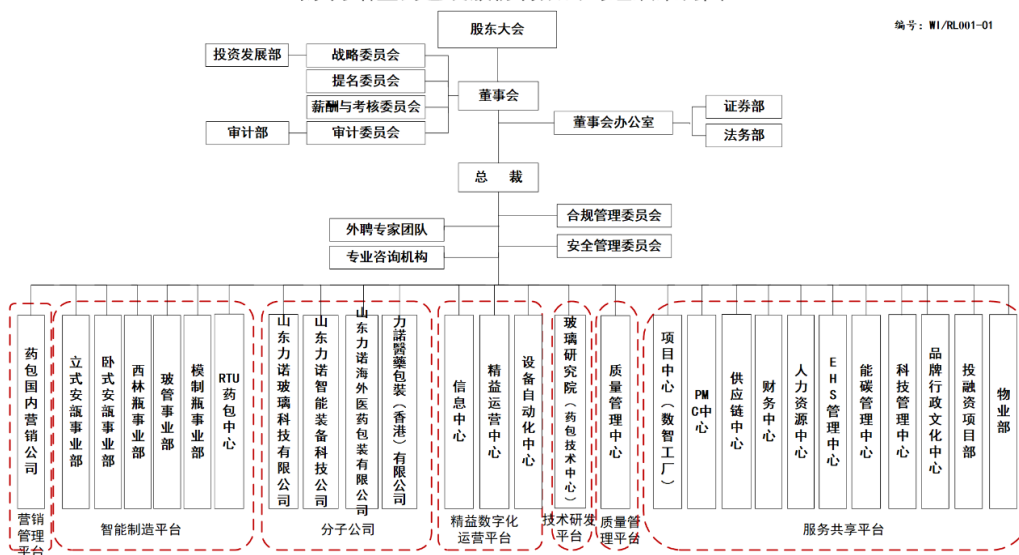


资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）

山东力诺医药包装股份有限公司组织架构图

编号：W1/RL001-01



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
1	山东力诺玻璃制品营销有限公司	济南市	玻璃制品、建筑材料	100.00%	--	同一控制下企业合并
2	山东力诺国际贸易有限公司	济南市	货物进出口业务	100.00%	--	投资设立
3	山东力诺玻璃科技有限公司	济南市	玻璃制品	100.00%		投资设立
4	山东力诺光电科技有限公司	济南市	玻璃制品	100.00%		投资设立
5	力诺医药包装巴西有限公司	巴西	医药包装产品	75.00%		投资设立
6	力诺医药包装（香港）有限公司	香港	医药包装产品	100.00%		投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	9.39	8.51	8.50
应收账款（亿元）	1.85	2.08	2.51
其他应收款（亿元）	0.15	0.10	0.10
存货（亿元）	2.05	2.73	2.93
长期股权投资（亿元）	0.49	0.53	0.54
固定资产（亿元）	6.12	6.67	6.60
在建工程（亿元）	0.32	1.50	1.65
资产总额（亿元）	21.51	23.56	24.42
实收资本（亿元）	2.32	2.32	2.32
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	15.60	15.54	15.76
短期债务（亿元）	0.08	0.77	1.41
长期债务（亿元）	3.71	3.94	4.28
全部债务（亿元）	3.79	4.71	5.69
营业总收入（亿元）	9.47	10.81	2.76
营业成本（亿元）	7.82	8.75	2.03
其他收益（亿元）	0.11	0.10	0.05
利润总额（亿元）	0.73	0.71	0.45
EBITDA（亿元）	1.69	2.07	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.83	8.26	1.74
经营活动现金流入小计（亿元）	8.04	9.00	1.81
经营活动现金流量净额（亿元）	0.61	1.23	-0.15
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.72	-0.68	1.88
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.42	-0.60	0.11
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.34	4.36	--
存货周转次数（次）	4.23	3.67	--
总资产周转次数（次）	0.50	0.48	--
现金收入比（%）	82.63	76.42	63.08
营业利润率（%）	16.76	18.35	25.87
总资本收益率（%）	3.86	4.53	--
净资产收益率（%）	4.22	4.25	--
长期债务资本化比率（%）	19.23	20.24	21.34
全部债务资本化比率（%）	19.55	23.27	26.52
资产负债率（%）	27.46	34.03	35.45
流动比率（%）	707.30	408.81	386.42
速动比率（%）	600.52	327.94	307.24
经营现金流动负债比（%）	32.03	36.48	--
现金短期债务比（倍）	122.56	11.08	6.02
EBITDA 利息倍数（倍）	18.70	8.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.24	2.28	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “--” 表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据财务报告及财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	9.28	8.32
应收账款（亿元）	1.85	2.08
其他应收款（亿元）	0.16	0.10
存货（亿元）	2.05	2.73
长期股权投资（亿元）	0.51	0.56
固定资产（亿元）	6.12	6.67
在建工程（亿元）	0.32	1.50
资产总额（亿元）	21.53	23.58
实收资本（亿元）	2.32	2.32
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	15.60	15.54
短期债务（亿元）	0.08	0.77
长期债务（亿元）	3.71	3.94
全部债务（亿元）	3.79	4.71
营业总收入（亿元）	9.47	10.81
营业成本（亿元）	7.82	8.75
其他收益（亿元）	0.11	0.10
利润总额（亿元）	0.73	0.71
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.83	8.26
经营活动现金流入小计（亿元）	8.04	8.99
经营活动现金流量净额（亿元）	0.62	1.23
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.72	-0.68
筹资活动现金流量净额（亿元）	4.42	-0.60
财务指标		
销售债权周转次数（次）	4.34	4.36
存货周转次数（次）	4.23	3.67
总资产周转次数（次）	0.50	0.48
现金收入比（%）	82.63	76.39
营业利润率（%）	16.76	18.35
总资本收益率（%）	3.87	4.54
净资产收益率（%）	4.23	4.25
长期债务资本化比率（%）	19.23	20.25
全部债务资本化比率（%）	19.55	23.27
资产负债率（%）	27.57	34.12
流动比率（%）	696.34	405.31
速动比率（%）	591.20	325.12
经营现金流动负债比（%）	31.60	36.11
现金短期债务比（倍）	121.20	10.83
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. “/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) /上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持