

广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【334】号 02



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，但不为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。

广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司相关债券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
赛龙转债	A+	A+

评级日期

2025年6月30日

联系方式

项目负责人：韩飞
hanf@cspengyuan.com

项目组成员：刘诗绮
liushq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：广州市聚赛龙工程塑料股份有限公司（以下简称“聚赛龙”或公司，股票代码：301131.SZ）长期深耕改性塑料行业，主要客户为行业领先企业且较为稳定。但中证鹏元也关注到，公司所处改性塑料行业产业集中度较低、竞争较为激烈，2024年公司盈利承压，应收款项占比高，采购端与销售端账期不匹配导致经营活动现金流持续为负，公司面临一定的资金压力，且在建项目产能释放及盈利实现情况存在不确定性等风险因素。

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	20.81	20.43	16.78	14.24
归母所有者权益	8.87	8.71	8.05	7.78
总债务	9.95	9.48	6.58	4.51
营业收入	3.60	17.10	14.77	13.04
净利润	0.14	0.26	0.30	0.33
经营活动现金流净额	-0.46	-0.20	-0.27	-0.54
净债务/EBITDA	--	4.57	1.64	-0.66
EBITDA 利息保障倍数	--	3.06	4.94	3.71
总债务/总资本	53.64%	52.86%	45.26%	36.79%
FFO/净债务	--	11.29%	28.02%	-71.42%
EBITDA 利润率	--	4.40%	5.28%	4.91%
总资产回报率	--	2.74%	3.27%	3.89%
速动比率	1.68	1.71	1.24	1.57
现金短期债务比	1.49	1.40	0.97	1.43
销售毛利率	13.40%	9.94%	10.84%	10.23%
资产负债率	58.69%	58.62%	52.53%	45.53%

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

正面

- **公司长期深耕改性塑料行业，主要客户为行业领先企业且较为稳定。**公司长期深耕改性塑料行业，主要客户为行业领先企业，且由于改性塑料具有较强的定制化特点，客户具有一定稳定性，已与美的集团、海信集团、苏泊尔、格兰仕集团等国内知名家电企业及长安集团、东风集团等知名汽车品牌商建立了良好的合作关系。

关注

- **公司所处改性塑料行业竞争激烈，在客户压价和市场竞争影响下，公司盈利承压。**改性塑料行业集中度较低、竞争较为激烈，2024 年公司产品价格受到下游压价及行业同质化竞争加剧的双重挤压，毛利率下滑 0.90 个百分点。目前同行公司均在布局改性塑料产品扩产，竞争加剧下公司调价压力加大或将进一步压缩公司盈利空间。
- **公司应收款项占比高且采购端与销售端账期不匹配，经营活动现金流持续为负，公司面临一定的资金压力。**公司应收款项占比高，且上下游账期错配导致经营活动现金流持续为负。考虑到公司需要持续在生产研发方面投入大量资金应对市场需求变化，且产能扩建尚需投入一定规模自筹资金，公司面临一定的资金压力。
- **在建项目产能释放及盈利实现情况存在不确定性。**公司华东生产基地二期项目（IPO 募投项目）受设备的调试和验收尚未完成影响，项目达到预定可使用状态日期从 2024 年 12 月 31 日延期至 2025 年 6 月 30 日。2024 年公司 IPO 募投项目华南生产基地二期受下游需求影响，实际实现净利润未达预期，未来需持续关注在建项目建设进度及收益实现情况。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为政策驱动下改性塑料行业“国产替代”需求和新兴领域市场规模不断增大，家电行业政策利好密集发布，新能源车供给端持续发力，下游需求或将持续释放，且公司在行业中具有一定的客户积累，预计公司经营风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元、天、万吨）

指标	金发科技 600143.SH	国恩股份 002768.SZ	普利特 002324.SZ	会通股份 688219.SH	道恩股份 002838.SZ	南京聚隆 300644.SZ	聚赛龙 301131.SZ
总资产	617.99	183.51	117.09	69.97	63.38	23.83	20.43
营业收入	605.14	192.20	83.14	60.88	53.01	23.87	17.10
销售毛利率	11.31%	8.71%	14.83%	13.46%	11.84%	15.26%	9.94%
资产负债率	66.64%	61.68%	60.44%	69.13%	47.96%	58.69%	58.62%
应收账款及应收票据周转天数	57.29	60.50	160.06	125.15	135.69	104.90	100.74
存货周转天数	45.11	66.30	90.89	40.87	52.08	72.01	58.91
净营业周期（含票据）	40	40	147	47	156	68	91
改性塑料系列产品产量	266.07	105.43	46.75	57.80	42.65	18.19	18.39

注：表格为 2024 年度/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	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	5/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		6/9
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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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
赛龙转债	2.5000	2.4955	2024-6-29	2030-7-7

注：债券余额为截至 2025 年 6 月 25 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2024年7月发行6年期2.50亿元“赛龙转债”，本期债券募集资金计划用于西南生产基地建设项目和补充流动资金。截至2024年12月31日，“赛龙转债”尚未使用的募集资金余额1.81亿元，其中存储于募集资金账户结余募集资金（含理财收益、利息收入等）金额为0.21亿元，购买定期存款及理财产品余额为1.60亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人、总股本未发生变化。截至2025年3月末，郝源增及其配偶任萍、儿子郝建鑫及其配偶吴若思为一致行动人仍为公司控股股东及实际控制人，分别直接持有公司24.54%、16.68%、4.81%和1.38%股份，同时通过安义聚赛龙咨询管理企业（有限合伙）¹间接控制2.63%股份，通过安义聚宝龙咨询管理企业（有限合伙）²间接控制1.65%股份，合计持有公司51.69%的表决权。截至2025年3月末，公司前十大股东无股权质押情况，总股本仍为0.48亿元。

跟踪期内公司经营范围及合并范围未发生变化，仍是一家专业从事改性塑料的研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括改性通用塑料、改性工程塑料、改性特种工程塑料及其他高分子材料等产品，并广泛应用于家用电器、汽车工业、电子通信、医护用品等领域。截至2024年末，公司合并范围内子公司共3家，详见附录四。

“赛龙转债”自2025年1月13日起可转换为公司A股股份，初始转股价格为36.81元/股，截至2025年6月13日，转股价格为36.40元/股，股票收盘价为45.40元；截至2025年3月31日，“赛龙转债”共有398,700元已转换为公司股票，转股数量为10,820股。

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

¹ 珠海横琴聚赛龙咨询管理企业（有限合伙）已于2025年1月9日更名为安义聚赛龙咨询管理企业（有限合伙）。

² 珠海横琴聚宝龙咨询管理企业（有限合伙）已于2025年1月9日更名为安义聚宝龙咨询管理企业（有限合伙）。

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，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。

行业经济环境

2024年下游行业延续复苏对改性塑料需求仍有支撑，政策驱动下“国产替代”需求和新兴领域市场规模不断增大；家电行业政策利好密集发布，新能源车供给端持续发力，预计下游需求或将持续释放，但需关注国际形势复杂多变等因素可能带来的不利影响

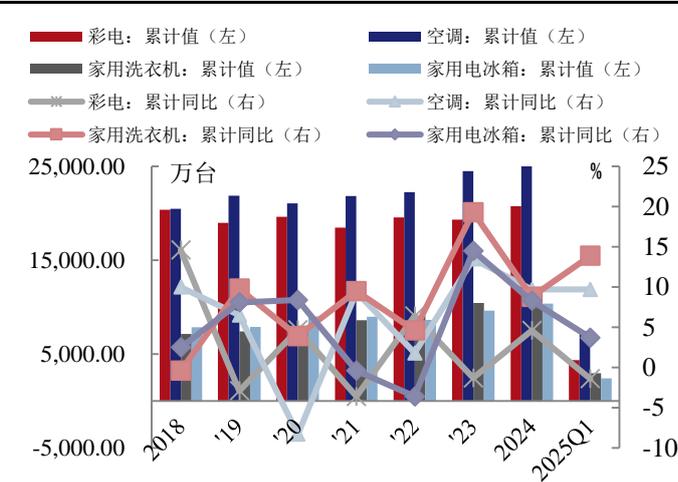
改性塑料作为新材料产品，属于国家战略性新兴产业范畴，2024年以来国家和地方相继出台了《产业结构调整指导目录（2024年本）》、《精细化工产业创新发展实施方案（2024-2027年）》等一系列鼓励政策，大力推动改性塑料等高分子材料行业加快发展。随着下游产业的需求增长，人形机器人、低空经济、风光储开辟增量市场，叠加政策驱动下国产替代进程提供了较大的需求空间，2024年改性塑料市场规模也不断增大。根据中国产业研究院发布的《2024-2029年中国改性塑料行业发展潜力分析及投资战略规划咨询报告》，预计到2025年，改性塑料行业市场规模将突破4,000亿元，年均复合增长率保持在8%-10%。

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%。2024年以来，大规模消费品“以旧换新”活动持续推进，有效激发了家电消费意愿，主要家电产量同比均呈现增长。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，家电行业仍具韧性。

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，新能源汽车增加了电池组模块、充电桩及充电枪等部件，传统燃油汽车以及新能源汽车及其相关配套设施等产业持续发展为改性塑料的应用提供了稳定的市场需求，2024年我国汽车产销分别完成3,128.2万辆和3,143.6万辆，同比分别增长3.7%和4.5%，其中，新能源汽车产销分别完成1,288.8万辆和1,286.6万辆，同比分别增长34.4%和35.5%。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，预计购车需求持续释放。

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

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

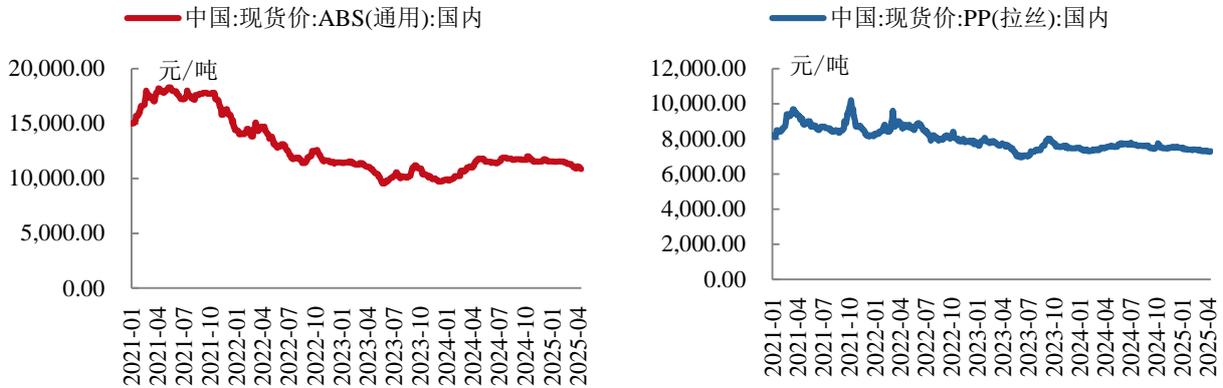


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

改性塑料行业原材料以石化产业链产品为主，价格波动与原油价格走势整体趋同，2024年下半年以来原油受地缘溢价消退和需求疲软双重影响宽幅震荡下行，油价中枢下移持续缓解成本压力

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。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。2024年上半年地缘冲突推升油价至90美元/桶高位，下半年全球制造业收缩，叠加OPEC+减产松动，油价回落至70美元/桶以下，全年呈“宽幅震荡、价格中枢下移”特征。在成本弱支撑影响下，2024年PP供需宽松压制价格，但ABS因原料存在一定进口依赖，受价格上涨影响，全年价格波动较大。2025年以来地缘溢价阶段性消退，全球需求疲软带动原油价格中枢下移，改性塑料行业成本端压力或持续缓解，但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 2022 以来原材料成本端压力有所缓解



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2024年改性塑料行业产能持续扩张，但产能利用存在低端饱和与高端不足，由于行业利润空间持续受上下游挤压影响，头部企业正加速突破高端材料技术、整合上游原料端以降低成本，并推进全球化产能布局拓展市场空间

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，根据中国报告大厅数据，目前国内改性材料企业总数超过3,000家，产能超过3,000吨的企业70余家。近年行业头部企业积极扩产，但产能利用存在低端饱和与高端不足。2024年金发科技（600143.SH）、国恩股份（002768.SZ）等头部企业产能增速均在10%以上，其他上市公司也积极规划在建产能。但根据《2025至2030中国改性塑料原料行业需求前景与战略规划投资风险报告》，中小企业盲目扩产导致同质化竞争，2024年通用改性塑料（如家电用PP、ABS）产能利用率仅65%，低于发达国家85%的基准线，而耐高温尼龙（PPA）、液晶聚合物（LCP）等特种工程塑料国产化率不足30%。近年PEEK在新能源汽车、半导体设备、机器人、3D打印等新兴领域的渗透率持续提升，成为高端制造的核心材料之一，但在高端改性材料领域，国内企业与杜邦、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一定差距。

图4 同行业上市公司市场占有率情况

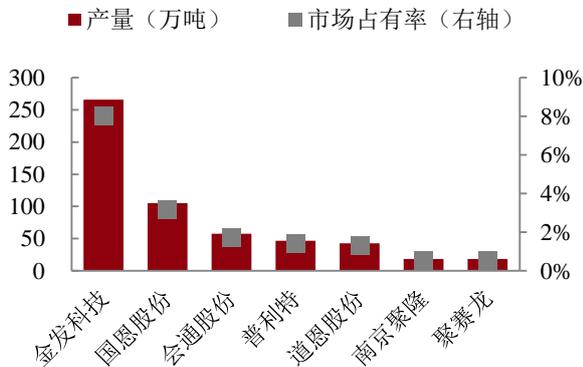


表1 截至 2024 年末同行业上市公司产能情况（单位：万吨、万吨/年）

公司名称	产量	设计产能	在建产能
金发科技	266.07	372.00	47.00
国恩股份	105.43	120.00	20.00
会通股份	57.81	77.30	7.44
普利特	46.75	48.00	23.00
道恩股份	42.65	50.00	-
南京聚隆	18.19	22.00	5.00
聚赛龙	18.39	35.00	14.00

资料来源：各公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

资料来源：各公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

改性塑料行业在产业链中议价地位较低，存在较大利润挤压风险。改性塑料行业具有哑铃型产业链特征，上游原材料供应商以及下游客户均主要为大规模集团企业，行业内企业对上下游的议价能力均较弱，一方面，上游预付货款和下游长账期的结算模式导致改性塑料行业具有较大的资金占用压力和现金管理压力；另一方面，基于下游客户的强势地位，终端消费品市场价格竞争影响容易向上游传导，但成本传导滞后，改性塑料行业存在较大利润挤压风险。受终端消费品市场价格竞争和行业同质化竞争影响，2024年改性塑料行业主要上市公司平均毛利率下降0.80个百分点至12.90%。

近年行业内头部企业着力通过突破高端材料壁垒、纵向整合供应链和全球化布局改善利润。高端材料布局方面，国内企业正加速PA66、PPSU等特种工程塑料国产化。纵向整合供应链方面，头部企业主要通过收购或自建原料产能（如ABS、PDH）降低成本，金发科技（600143.SH）收购宝来新材料切入ABS原料领域，并自建PDH（丙烷脱氢）装置降低丙烯成本；国恩股份（002768.SZ）于2024年控股国恩化学（东明）有限公司67%股权，运营20万吨/年苯乙烯联产8万吨/环氧丙烷装置。全球化布局方面，金发科技（600143.SH）已在亚、欧、美三大洲规划建设9大海外生产基地；普利特（002324.SZ）正加快泰国、墨西哥和波兰等海外生产基地的建设；会通股份（688219.SH）泰国工厂一期年产能3万吨项目已于2024年顺利投产；沃特股份（002886.SZ）越南生产基地已于2023年量产；2024年下半年南京聚隆（300644.SZ）墨西哥工厂已正式投产，正处于市场拓展和产能逐步释放阶段。

四、经营与竞争

公司仍深耕改性塑料的研发、生产和销售，得益于产能释放和下游需求增加，并积极开拓新兴领域，2024年公司营业收入保持较快增长，但销售毛利率受市场竞争影响略有下滑。

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	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
改性 PP	8.95	9.97%	52.36%	7.40	10.45%	50.07%
改性 PC/ABS	2.11	9.31%	12.37%	1.77	13.99%	12.00%
改性 ABS	1.11	10.23%	6.51%	1.03	11.44%	6.99%
改性 PA	0.76	18.29%	4.47%	0.64	18.96%	4.33%
改性 PBT	0.78	16.00%	4.55%	0.67	16.87%	4.52%
其他	2.98	7.18%	17.43%	3.03	7.35%	20.53%
原料贸易	0.40	4.66%	2.32%	0.23	2.63%	1.55%
合计	17.10	9.94%	100.00%	14.77	10.84%	100.00%

注：2023年营业收入中改性ABS在2023年审计报告中于其他收入中核算。

资料来源：公司2023-2024年审计报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司产能提升支撑销量增长，受益于家电、汽车等核心下游需求稳健叠加新兴领域拓展，产能利用率和产销率保持高位；原油价格下行持续缓解原材料成本压力，但产品价格因下游压价及行业同质化竞争加剧受到双重挤压，盈利承压，而随着行业利润改善转向高端材料国产化突破、产业链整合和全球化布局，公司相关布局较少，未来需持续关注市场竞争过程中的成本压力和盈利变动

情况

由于改性塑料产品多具有定制化的特点，跟踪期内公司仍采用“框架协议+订单”的销售模式和“以销定产”的生产模式。

随着IPO募投项目逐步投产及新增智能生产设备，2024年末公司产能提升至21.00万吨。得益于主要下游应用领域家电和汽车行业对改性塑料需求旺盛，并重点拓展新能源、低空经济、机器人、循环再生等新兴领域，公司主要产品对外销量持续增长，在产能持续爬坡的背景下，产销率和产能利用率仍维持在高水平。从产品单价来看，受行业产能扩张与原油波动持续压制价格，叠加国内市场竞争加剧，公司适当调整产品价格，2024年改性PP、改性PC/ABS等主要产品价格有所下滑。

公司主要客户仍以行业领先企业为主，包括美的集团、海信集团、苏泊尔、格兰仕集团等国内知名家电企业，东风集团、长安集团等知名汽车品牌商，以及延锋汽车、马瑞利等知名汽车零部件企业，2024年前五名客户的销售金额占当期营业收入的比例变动不大。公司与下游主要客户结算方式仍以6个月承兑汇票为主，结算账期30-90天不等，受长账期与票据结算拖累回款，2024年应收款项（应收账款及应收票据）周转天数为100.74天，同期同行业平均应收款项周转天数为105.02天，处于行业平均水平。

表3 公司主营业务收入分下游应用领域销售收入情况（单位：万元）

应用领域	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
家用电器	86,506.26	51.79%	79,570.68	54.71%
汽车工业	45,865.46	27.46%	41,290.40	28.39%
其他	34,646.35	20.74%	24,582.50	16.90%
合计	167,018.07	100.00%	145,443.58	100.00%

注：其他应用领域包括电子通信、光伏新能源等，不包括原料贸易收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 公司主要产品产销及单价变动情况

项目	2024年	2023年	
产能（吨）	210,000.00	159,500.00	
产量（吨）	183,916.40	143,957.49	
对外销量（吨）	178,554.73	144,137.06	
产能利用率	87.58%	90.26%	
产销率	97.08%	104.74%	
改性PP	产量	119,544.00	94,416.78
	平均单价（元/公斤）	7.61	7.84
	变动率	-2.93%	-4.16%
改性PC/ABS	产量	16,207.00	11,775.42
	平均单价（元/公斤）	13.86	15.92
	变动率	-12.94%	-24.87%
改性PA	平均单价（元/公斤）	16.61	16.11
	变动率	3.10%	-8.78%
改性PBT	平均单价（元/公斤）	12.54	12.41

变动率

1.05%

-27.38%

注：不同品种的改性塑料粒子的差异主要为配方及个别工序，整体的生产流程和设备都基本相近，公司主要采用柔性化的生产方式，根据下游市场需求及订单情况组织各类产品的生产，因此，公司的产能统计涵盖了所有的改性塑料产品，无法再拆分到某个具体的产品类别。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料价格仍为影响公司成本最重要的因素，主营业务成本构成中材料费用占比超过80%。跟踪期内，公司外购材料无变化，仍主要源于大型石油化工行业，因议价能力有限，延续采用“随行就市”采购模式和“先款后货”为主的货款结算方式。2024年原油市场在新能源车替代、全球经济放缓影响下价格中枢下移，原油下跌带动PP、ABS等树脂原料价格总体下跌，公司成本端压力有所缓解。2025年原油市场供需宽松格局延续，或为公司带来阶段性成本红利。但需关注的是，受下游终端消费品市场价格竞争影响，家电、汽车等下游行业将价格波动压力向上游传导，与此同时，行业内普遍扩产背景下企业同质化竞争加剧，公司产品价格承受双重压力，在需求增长和成本端压力缓解背景下，2024年公司毛利率仍下行0.90个百分点。

随着行业利润改善转向高端材料国产化突破、产业链整合和全球化布局，预计这类企业在抵御原材料价格波动和利润挤压方面将拥有更明显的相对优势。目前公司暂未规划产业链整合和全球化布局，着重在环保低碳、功能化改性、高性能化等方面推动研发，2024年获得发明专利3件，获得PCR（消费后回收塑料）认证产品15个，4款材料通过美国UL认证，同期研发费用0.60亿元，同比增长15.05%，研发费用占营业收入的比重为3.60%，低于同行业上市公司平均值4.52%，需关注公司在后续市场竞争过程中面临的成本压力和盈利变动情况。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：亿元、万吨、元/公斤）

项目	2024年			2023年		
	金额	数量	单价	金额	数量	单价
PP	6.15	8.96	6.86	4.17	5.99	6.96
功能助剂	1.51	0.70	21.67	1.29	0.53	24.21
ABS	1.18	1.17	10.06	0.99	1.04	9.48
填充料	1.29	3.91	3.29	1.09	2.74	3.96
PC	1.49	1.40	10.64	1.14	0.95	11.91
合计	11.61	16.14	-	8.67	11.26	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司积极推进华南、华东、西南三大生产基地建设以扩张产能，但行业扩产或加大产能消化与利润挤压风险，且经营活动现金流持续为负与资本支出需求导致公司面临较大的资金压力

跟踪期内，公司仍布局华南、华东、西南三大生产基地，2024年末各生产基地设计产能合计35万吨，实际产能约21万吨，其中，华南生产基地设计产能20万吨，新增产能尚处于爬坡阶段；华东生产基地设计产能10万吨，但华东生产基地二期项目（IPO募投项目）受设备的调试和验收尚未完成影响，项目达到预定可使用状态日期从2024年12月31日延期至2025年6月30日；西南生产基地建设项目为本期债券募投项目，预计项目建成达产后将新增5万吨产能，计划于2026年8月投产。

随着政策驱动下国产化进程加速和下游行业需求增长，公司持续推动在建项目产能释放，并通过本期债券募投项目新增产能覆盖西部新能源集群，缩短供应链半径。但同行业上市公司针对汽车轻量化和新兴领域均在布局较大规模的改性塑料产品扩产，预计短期内公司与行业头部企业仍将存在产能差距，且面临竞争加剧下的产能消化和利润挤压风险，2024年公司IPO募投项目华南生产基地二期受下游需求影响，已实现预期收入，但实际实现净利润未达预期³。此外，截至2024年末，公司主要在建项目尚需投资4.53亿元，考虑到上游预付货款和下游长账期的结算模式导致公司经营活动现金流持续为负，大额资本支出导致公司面临较大的资金压力。

表6 截至2024年末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	区位	设计产能	总投资	已投资	主要资金来源
华东基地二期项目	芜湖	改性塑料等10万吨	2.10	1.30	自筹资金、IPO募集资金1.69亿元
华南基地三期项目	广州从化区	改性塑料产品等5万吨	1.50	0.89	自筹资金
华南四期生产基地	广州从化区	-	1.12	0.34	自筹资金
西南生产基地建设项目	重庆渝北区	改性塑料产品等5万吨	2.40	0.06	自筹资金、本期债券募集资金1.90亿元
合计	-	-	7.12	2.59	-

注：华南四期生产基地主要建设内容包括新建生产车间、仓库，购置先进的生产设备，并在厂区综合布置配套公共设施（包括电力、给排水、消防、环保设施等公用设施），预计将于2025年新增改性塑料产品产能，新增产能数据暂未确定。
 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中汇会计师事务所（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。

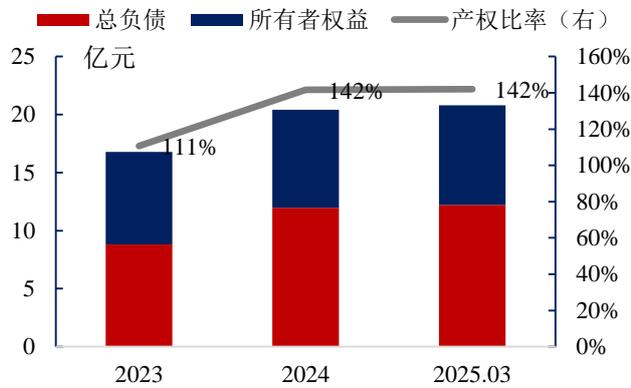
跟踪期内，产能持续释放，叠加下游需求增加，公司营业收入同比增长，但客户压价和市场竞争导致毛利承压；在经营规模扩大和本期债券成功发行驱动下，公司总资产规模增长，但应收款项占比高，上下游账期错配导致公司经营活动现金流持续为负，偿债指标表现一般

资本实力与资产质量

得益于盈余积累和本期债券发行，2024年末公司所有者权益持续增长，但同期负债驱动下公司产率比率抬升。

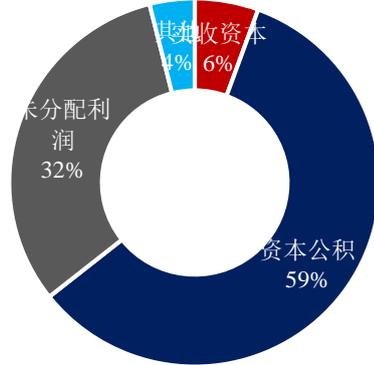
³ 根据募投项目所涉及的招股说明书等公开披露文件，该项目完全达产后，新增年均销售收入 60,000.00 万元，项目税后内部收益率为 20.49%，税后静态投资回收期为 7.44 年。根据对应的效益测算，该项目 2024 年度预计实现营业收入 48,000.00 万元，预计实现净利润 3,270.91 万元；该项目截至 2024 年末，预计累计实现营业收入 66,000.00 万元，预计累计实现净利润 4,425.23 万元。2024 年度，该项目实际实现营业收入 58,087.49 万元，实现净利润为 2,449.83 万元；截至 2024 年末，该项目实际累计实现营业收入 77,251.80 万元，累计实现净利润 3,766.27 万元。

图5 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6 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

2024年公司发行可转债到位资金较多，并利用闲置资金购买理财产品以提高资金利用效率，货币资金和交易性金融资产同比增长。同期末，经营规模扩张带动公司应收款项（包括应收账款、应收票据及应收款项融资）同比增加6.94%，得益于公司积极催收款项，应收款项周转天数下滑3.55天；公司应收款项账龄较短，6个月以内的款项占比97.42%，应收票据以商业承兑票据、财务公司承兑汇票为主，整体回款风险可控，但需关注中小规模客户的坏账风险；应收账款融资包括银行承兑汇票1.23亿元及数字化应收账款债权凭证（以美的集团-美易单⁴为主）。存货以发出商品、库存商品和原材料为主，随着公司产能爬坡、经营规模扩大并适当加大备货，2024年末库存商品有所增长；同期，原材料价格缺少支撑，公司调整采购节奏减少备货，2024年末原材料账面价值下滑，需关注原材料价格下跌及主要产品价格下调对原材料及库存商品造成的跌价风险。随着在建工程持续推进，本期债券募投项目部分完工转固，2024年末固定资产账面价值增长，在建工程账面价值有所下滑。

截至2024年末，公司受限资产账面价值1.08亿元，占总资产的5.31%，分别为0.45亿元的货币资金、0.35亿元的固定资产、0.28亿元的无形资产。

表7 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	2.64	12.70%	2.67	13.05%	2.02	12.04%
交易性金融资产	0.30	1.44%	0.60	2.94%	0.00	0.00%
应收票据	0.41	1.95%	0.36	1.76%	0.58	3.43%
应收账款	3.97	19.08%	4.81	23.54%	3.83	22.80%

⁴ 美易单为美的集团基于基础合同下的债务出具的应收账款数字债权凭证，公司为美易单持单人，为基础合同项下的商品、技术或服务的供应商。美的集团设立并运行了美易单流转平台（<http://ibcp.midea.com>），公司持有的美易单可在美易单流转平台向美的集团下属公司天津美的商业保理有限公司保理融资。根据公司与美的集团签署的《美易单融资业务协议》，公司将所持美易单保理融资为无追索权的保理融资，即保理协议生效后，天津美的商业保理有限公司如未能在应收账款到期日收到美易单项下金额，不能向公司进行追索。鉴于上述说明，美易单债务人为美的集团，保理公司天津美的商业保理有限公司为美的集团全资子公司，且为无追索权的保理融资。

应收款项融资	4.03	19.35%	2.87	14.05%	3.12	18.57%
存货	2.67	12.85%	2.54	12.43%	2.50	14.91%
流动资产合计	14.54	69.88%	14.54	71.18%	12.44	74.16%
固定资产	4.55	21.85%	4.50	22.01%	2.80	16.70%
在建工程	0.81	3.88%	0.51	2.52%	0.88	5.25%
非流动资产合计	6.27	30.12%	5.89	28.82%	4.34	25.84%
资产总计	20.81	100.00%	20.43	100.00%	16.78	100.00%

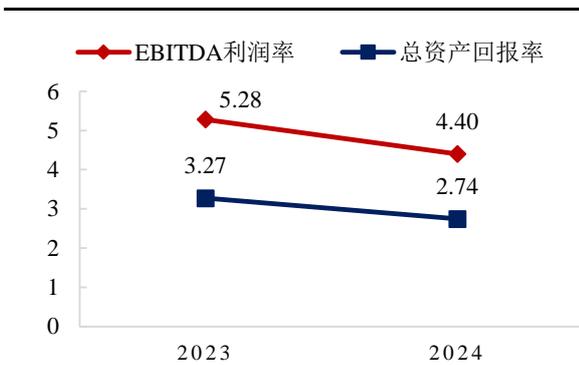
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

得益于产能持续释放、下游延续复苏，并积极开拓新兴领域，2024年和2025年一季度公司实现营业收入保持增长。同期，受下游客户压价和市场竞争影响，公司主要产品价格同比下滑，导致2024年毛利率下滑0.90个百分点。利润构成方面，随着公司大力拓展下游应用市场，2024年期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）增幅较大，期间费用率为4.83%。毛利率下行和期间费用增长的综合影响下，2024年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下滑。

与同行业上市公司相比，公司在产能和市场占有率等方面均存在一定的差距，因下游市场以家电行业为主，2024年毛利率低于同行业上市公司平均值2.96个百分点。目前行业内部分上市公司已通过布局产业链延伸和全球化生产建立成本优势和拓展市场，预计公司将面临更大的竞争压力。

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

表8 公司与同行业上市公司毛利率对比（单位：%）

公司简称	2022年	2023年	2024年
沃特股份	15.05	18.31	17.81
南京聚隆	13.10	16.12	15.26
普利特	14.18	16.50	14.83
会通股份	10.47	13.94	13.46
道恩股份	9.76	11.88	11.84
金发科技	15.20	12.00	11.31
聚赛龙	10.23	10.84	9.94
国恩股份	13.13	9.96	8.71
平均值	12.64	13.69	12.90

资料来源：Wind，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债主要由经营性负债和有息债务构成，随着经营规模扩大，2024年末以设备采购款、原材料为主的经营性负债（包括应付票据和应付账款）呈现上升趋势。由于行业特性，公司对供应商多为现款现结模式，而销售端主要客户回款周期较长，采购端与销售端账期不匹配，以及产能扩张带动原材料采购量增加，推高营运资金需求，公司短期借款仍维持一定规模；叠加可转债成功发行，2024年末公司新增应付债券2.14亿元。

融资渠道方面，以保证借款为主的银行借款是公司最主要的融资渠道，另有一定规模的应付票据、应付债券。银行借款授信方主要以工商银行、中国银行和农业银行等大型国有银行，招商银行、浦发银行、民生银行等股份制银行和汇丰银行等为主，利率区间为2.85%-3.20%。

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	3.30	27.03%	2.91	24.30%	3.56	40.45%
应付票据	0.76	6.24%	0.94	7.83%	0.87	9.90%
应付账款	1.89	15.46%	2.15	17.94%	1.93	21.88%
一年内到期的非流动负债	0.89	7.29%	0.81	6.75%	1.47	16.72%
流动负债合计	7.06	57.79%	7.00	58.48%	8.01	90.93%
长期借款	2.82	23.12%	2.68	22.37%	0.67	7.63%
应付债券	2.17	17.78%	2.14	17.89%	0.00	0.00%
非流动负债合计	5.15	42.21%	4.97	41.52%	0.80	9.07%
负债合计	12.21	100.00%	11.98	100.00%	8.81	100.00%
总债务	9.95	81.47%	9.48	79.14%	6.58	74.69%
其中：短期债务	4.95	49.79%	4.66	49.13%	5.91	89.78%
长期债务	4.99	50.21%	4.82	50.87%	0.67	10.22%

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

现金流方面，由于公司销售主要以票据结算，叠加商品销售现金回款不及原材料采购现金支出，2024年和2025年一季度公司经营现金流持续净流出。投资活动现金流以理财产品购买、赎回及产能扩张支出为主，近年投资活动现金流持续净流出。原材料采购量增加和产能扩张需求推高公司对外融资规模，发行可转债使得筹资活动现金净流入大幅增加。考虑到公司上下游结算模式及产能扩张需求，面临经营规模扩大下资金占款压力及资本支出压力。

从偿债指标来看，跟踪期内，公司债务规模持续上升，资产负债率及总债务/总资本均有所上升；虽然EBITDA可保障对债务利息的支出，但经营现金流表现不佳使得现金流指标对总债务的保障能力仍较弱，整体偿债能力一般。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

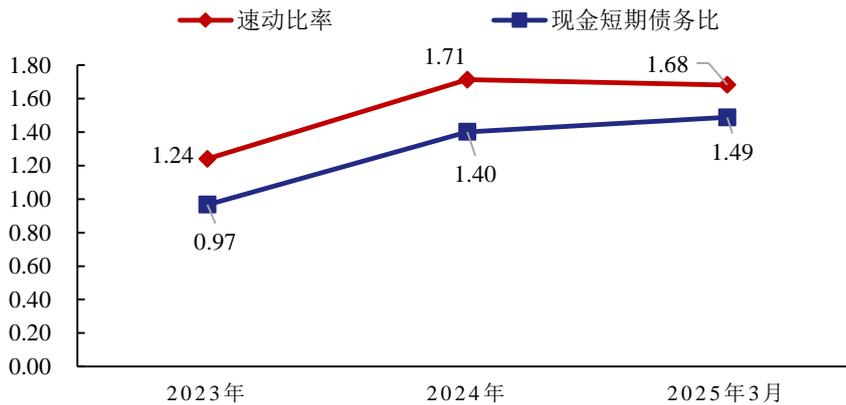
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.46	-0.20	-0.27
FFO（亿元）	--	0.39	0.36
资产负债率	58.69%	58.62%	52.53%
净债务/EBITDA	--	4.57	1.64
EBITDA 利息保障倍数	--	3.06	4.94
总债务/总资本	53.64%	52.86%	45.26%
FFO/净债务	--	11.29%	28.02%
经营活动现金流净额/净债务	-17.27%	-5.77%	-20.79%

自由现金流/净债务	-33.54%	-39.68%	-103.96%
-----------	---------	---------	----------

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

流动性表现方面，得益于可转债募集资金到位，公司现金类资产保有量大幅增加，跟踪期内流动性比率指标有所改善。截至2025年3月末，公司合计获得银行授信额度14.61亿元，剩余可使用授信额度7.05亿元，具有一定备用流动性；同时，公司作为A股上市公司，具备直接融资渠道。

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5月14日），公司本部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13日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

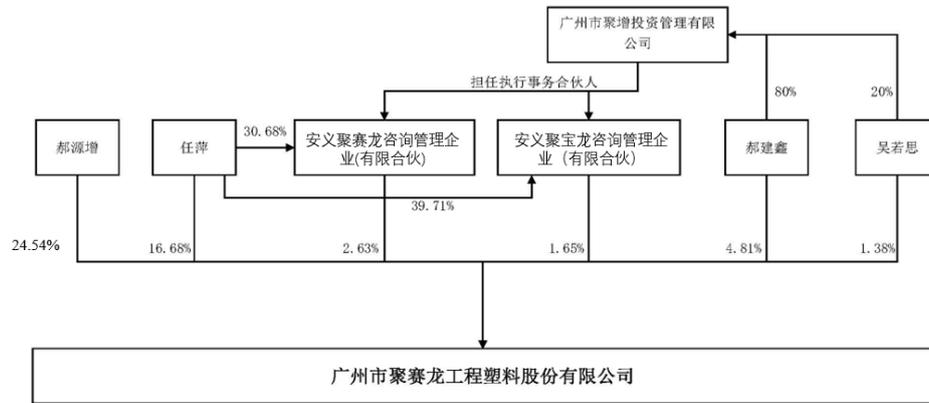
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	2.64	2.67	2.02	1.58
应收账款	3.97	4.81	3.83	3.19
应收款项融资	4.03	2.87	3.12	2.24
存货	2.67	2.54	2.50	2.41
流动资产合计	14.54	14.54	12.44	11.10
固定资产	4.55	4.50	2.80	2.12
非流动资产合计	6.27	5.89	4.34	3.14
资产总计	20.81	20.43	16.78	14.24
短期借款	3.30	2.91	3.56	3.20
应付账款	1.89	2.15	1.93	1.36
一年内到期的非流动负债	0.89	0.81	1.47	0.18
流动负债合计	7.06	7.00	8.01	5.53
长期借款	2.82	2.68	0.67	0.81
应付债券	2.17	2.14	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	5.15	4.97	0.80	0.96
负债合计	12.21	11.98	8.81	6.49
总债务	9.95	9.48	6.58	4.51
其中：短期债务	4.95	4.66	5.91	3.70
长期债务	4.99	4.82	0.67	0.81
所有者权益	8.60	8.45	7.96	7.76
营业收入	3.60	17.10	14.77	13.04
营业利润	0.16	0.32	0.35	0.35
净利润	0.14	0.26	0.30	0.33
经营活动产生的现金流量净额	-0.46	-0.20	-0.27	-0.54
投资活动产生的现金流量净额	-0.02	-2.20	-0.64	-1.31
筹资活动产生的现金流量净额	0.48	2.81	1.26	2.85
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	0.75	0.78	0.64
FFO（亿元）	--	0.39	0.36	0.30
净债务（亿元）	2.67	3.43	1.28	-0.42
销售毛利率	13.40%	9.94%	10.84%	10.23%
EBITDA 利润率	--	4.40%	5.28%	4.91%
总资产回报率	--	2.74%	3.27%	3.89%
资产负债率	58.69%	58.62%	52.53%	45.53%
净债务/EBITDA	--	4.57	1.64	-0.66
EBITDA 利息保障倍数	--	3.06	4.94	3.71

总债务/总资本	53.64%	52.86%	45.26%	36.79%
FFO/净债务	--	11.29%	28.02%	-71.42%
经营活动现金流净额/净债务	-17.27%	-5.77%	-20.79%	128.09%
速动比率	1.68	1.71	1.24	1.57
现金短期债务比	1.49	1.40	0.97	1.43

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（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
聚赛龙（重庆）新材料有限公司	3,000.00	100.00%	橡胶和塑料制品业
芜湖聚赛龙新材料科技有限公司	2,000.00	100.00%	橡胶和塑料制品业
安徽科睿鑫新材料有限公司	3033.33	52.75%	橡胶和塑料制品业

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元

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
应收款项周转率	营业收入 / {[(期初应收账款+期初应收票据+期初应收款项融资) + (期初应收账款+期初应收票据+期初应收款项融资)]/2}
应收款项周转天数	360/应收款项周转率

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