

上海海顺新型药用包装材料股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】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。

上海海顺新型药用包装材料股份有限公司相关债券2026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”）聚焦高性能包装材料的研发及生产，在医药包装行业保持一定技术优势，客户覆盖面及用户黏性仍较好，并持续推进新能源、新消费领域等多元化拓展业务；同时中证鹏元也关注到，受市场竞争激烈及原材料涨价影响，公司药用包装材料业务盈利空间压缩，前期产能投入进入释放期，但新产品市场开拓不及预期，新项目产能利用率较低，叠加出售参股公司股权形成的资产减值损失、新增产能项目折旧及人工费用增长，对公司利润形成进一步挤压，2025年公司净利润出现上市以来首次亏损，以及跟踪期内公司董事长兼总经理变动等相关风险因素。

评级日期

2026年6月23日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	29.17	29.04	28.86	29.87
归母所有者权益	15.50	15.59	17.41	18.31
总债务	10.15	9.22	8.12	8.63
营业收入	3.15	11.05	11.43	10.21
净利润	-0.08	-0.16	0.81	0.94
经营活动现金流净额	0.07	0.96	1.61	1.01
净债务/EBITDA	--	3.31	1.39	0.22
EBITDA 利息保障倍数	--	10.36	20.21	15.07
总债务/总资本	38.12%	35.80%	30.75%	30.98%
FFO/净债务	--	12.03%	48.04%	268.46%
EBITDA 利润率	--	11.76%	17.79%	17.46%
总资产回报率	--	-0.09%	3.67%	4.55%
速动比率	2.18	1.89	1.95	2.47
现金短期债务比	2.21	1.73	2.06	2.86
销售毛利率	20.71%	22.38%	28.83%	30.19%
资产负债率	43.53%	43.05%	36.66%	35.62%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，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继续保持较强竞争力，并持续拓展新消费、新能源等新应用领域。公司聚焦于高性能包装材料的研发、应用及市场开发，具备复合成型、多层共挤、流延、精密涂布、精密注塑等核心技术，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 2025 年末，公司持有药包材登记号 170 个，DMF 备案 35 个，在药品包装行业保持较高的品牌影响力和市场认可度，与国内医药工业百强企业中超过 80% 的企业建立了合作关系，积累了广泛的药企客户资源并保持较强的客户粘性。跟踪期内公司组建电子材料事业部、收购子公司，推进公司在电子功能膜、氧化铝膜等产品在新应用领域的多元化布局。

关注

- 产品市场竞争激烈叠加原材料涨价，公司盈利空间受到双重挤压，费用对利润形成严重侵蚀。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，2025 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、塑料粒子等价格受宏观环境、经济周期等影响较大，公司采购价格随行就市，受铝产业供需矛盾、中东地缘冲突等外部因素影响，跟踪期内原材料价格呈上涨趋势，而公司向下游转嫁成本的能力有限，综合影响下，公司销售毛利率持续下滑。2025 年公司出售参股公司上海久诚包装有限公司（以下简称“久诚包装”）43.015% 股权，计提长期股权减值损失 3,698.65 万元。报告期内固定资产折旧、直接人工、制造费用、销售费用等均呈增长趋势，进一步挤压利润空间，公司 2025 年全年净利润由盈转亏，为上市以来首次出现全年亏损。
- 募投项目产能爬坡，新产品市场开拓不及预期，面临显著产能消化压力。公司前期投入的高阻隔复合材料项目、功能性聚烯烃膜材料项目已完工结项，新产品主要应用于药品包装、新消费领域，市场开拓情况不及预期，产能未充分释放，导致固定成本分摊压力较大，单位产品盈利效率较低。高阻隔复合材料项目、功能性聚烯烃膜材料项目报告期内亏损、拖累业绩。受市场环境等因素影响，公司放缓铝塑膜项目建设进度。
- 跟踪期内公司董事长兼总经理变动。2025 年 11 月，公司完成董事会换届选举并聘任新一届高级管理人员。公司实际控制人林武辉不再担任公司董事长兼总经理职务，朱秀梅不再担任公司董事职务，仍担任公司其他职务，需关注公司新任董事及高级管理人员后续履职及公司经营治理情况。

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，公司业绩虽短期承压，但仍保持在药用包装行业的竞争地位和较强的客户黏性，经营及财务风险整体可控。

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	100.44	19.02	25.52	29.04
营业收入	44.74	6.64	6.19	11.05
净利润	6.90	0.19	0.60	-0.16
销售毛利率	33.31%	18.27%	38.87%	22.38%
资产负债率	17.42%	36.62%	13.93%	43.05%
速动比率	2.70	3.70	8.33	1.89

注：以上各指标均为 2025 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_2025V1.0

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	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	8/9
	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		7/9
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	2025-12-2	2029-3-23

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2025年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为8,834.45万元。公司使用闲置募集资金暂时补充流动资金的余额为4,995万元，使用闲置募集资金进行现金管理的金额为13,270万元，未包含在募集资金专项账户余额中。

本期债券募投项目中，功能性聚烯烃膜材料项目已于2025年4月调减建设投资规模后予以结项，公司将节余的募集资金5,042.79万元永久补充流动资金。铝塑膜项目尚在建设中，根据公司2026年3月26日发布的《关于部分募投项目延期的公告》，受市场环境、技术路线持续优化、客户导入、产品验证及公司整体业务战略聚焦等因素综合影响，公司审慎地安排了募集资金的投入进度，将铝塑膜项目达到预定可使用状态日期延期至2027年3月。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人均未发生变化。2025年及2026年一季度，“海顺转债”累计转股321股。2026年4月28日，“海顺转债”转股价下调至11.63元/股¹。2025年12月，霍尔果斯大甲股权管理合伙企业（有限合伙）通过非交易过户形式将所持公司股份过户至林武辉、李俊、倪海龙等合伙人名下。截至2026年3月末，公司股本为193,538,127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30.78%和16.65%的股份。截至2026年6月4日，林武辉所持公司股份中未解押股权质押数量为1,898万股，占其持股总数的21.82%。股权结构图见附录二。

2025年11月，公司完成董事会换届选举，并聘任新一届高级管理人员。公司实际控制人林武辉不再担任公司董事长兼总经理，朱秀梅不再担任公司董事，公司新任董事长兼总经理为黄勤。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变更，仍聚焦于高性能包装材料的研发、应用及市场开发，以医药包装材料制造为核心，协同发展新能源、新消费板块业务。

表1 重要子公司 2025 年主要财务指标（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	主要业务
苏州海顺	100.00%	8.03	4.77	7.03	0.71	药用与食品包装材料的研发、生产与销售
浙江海顺	100.00%	14.08	4.20	3.64	-0.73	医药、新能源、新消费包装材料的研发、生产与销售

注：（1）财务指标均为2025年（末）子公司合并口径数据；（2）苏州海顺是苏州海顺包装材料有限公司的简称、浙江海顺是浙江海顺新材料有限公司的简称。

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理

¹“海顺转债”自2023年10月9日进入转股期，当前转股价格11.63元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价13.27元/股。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于人、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

医药包装材料行业已进入转型升级与创新驱动阶段；2025年至今，受中东地缘冲突、供需矛盾等因素影响，原材料价格上行，给以铝箔、塑料粒子等作为核心原材料的药品包装生产企业带来持续的成本控制压力

医药包装材料行业为医药制造业的子行业，我国医药产业的持续发展和创新升级给医药包装材料行业的增长奠定基础。据GEP Research发布的《2025年全球及中国医药包装物行业产业链价值链分析报告》显示，2025年我国医药包装行业市场规模预计达到380亿美元，五年复合增长率维持在8.5%左右。

我国医药包装行业现行监管体制为关联审评审批制，即药包材需在审批药品注册申请时一并审评审批，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。

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2 近年我国出台的药用包装材料行业相关政策情况

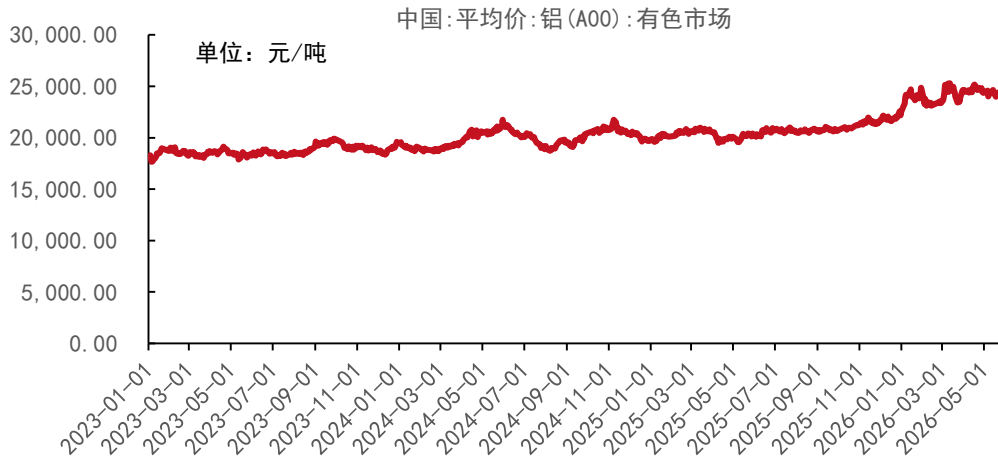
时间	政策	主要内容
2025.3	《中华人民共和国药典》	如涉及药品处方、生产工艺和原料、辅料、直接接触药品的包装材料和容器等变更的，药品上市许可持有人、生产企业应当按照《药品注册管理办法》《药品上市后变更管理办法（试行）》以及有关变更研究技术指导原则和药品生产质量管理规范等要求进行充分研究和验证，按相应变更类别批准、备案后实施或者报告。
2025.11	《药包材附录检查指导原则》	配套药包材 GMP 附录，明确检查要点：机构人员独立性、质量风险管控、变更流程合规性、洁净环境验证、审批记录完整性、相容性研究与沟通机制等，为监管检查与企业自查提供统一指南。
2026.1	《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》药包材附录	企业应当建立符合药包材质量管理要求的质量管理体系，明确质量方针和质量目标，将药包材保护性、相容性、安全性、功能性的要求，系统地贯彻到药包材生产、质量控制及产品放行、贮存、发运的全过程中，确保所生产的药包材符合药用要求和预定用途。
2026.5	《关于开发适宜药品包装规格的指导原则》	药品适宜的包装规格通常应满足临床用药的功能性、方便性和经济性需要，基于批准的适应症或功能主治、用法用量、用药周期、用药场景等合理设计。鼓励药品注册申请人在药品开发设计阶段，根据上述因素选择适宜的包装规格。

资料来源：公司 2025 年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

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。公司产品以软包装为主，以铝、塑料粒子（PE、PVC、PVDC等）等为主要原材料，相关原材料价格易受宏观经济周期、全球能源市场动荡、国际政治经济局势变化、突发性自然灾害等因素影响而波动。

国内电解铝产能被严控新增，而新能源汽车、光伏等下游用铝需求持续强劲，2025年全年及2026年上半年，铝价震荡上行，价格中枢持续抬升。预计后续仍将处于供需紧平衡态势，铝价将维持偏强运行。

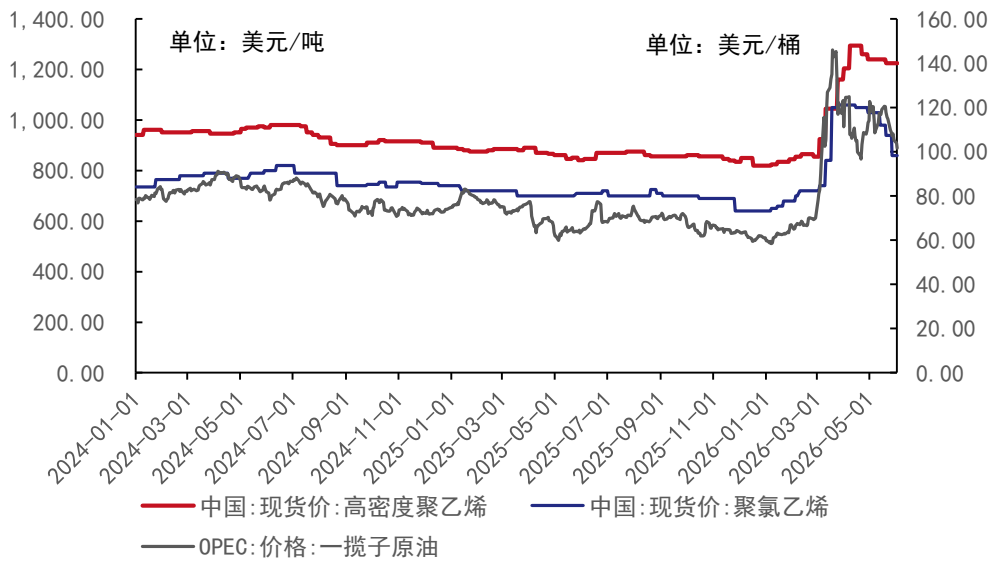
图1 供需偏紧格局下，铝价中枢震荡上行



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

塑料粒子包括聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚氯乙烯（PVC）等，以石油等为原料经过化学聚合反应生成，价格主要受国际石油价格波动及大宗市场供求关系的影响，与国际原油价格呈现较强的正相关关系，2025年塑料粒子价格整体较为平稳，但2026年初，以美伊战争为代表的中东石油输出国地缘冲突加剧、航运通道风险上升，带动国际原油价格暴涨，塑料粒子供应端持续收紧，价格呈现大幅暴涨的态势，未来若地缘局势持续紧张，预计价格仍将维持高位震荡，若局势缓和，价格会逐步回归理性，但短期大幅回落的可能性极低。

图2 塑料粒子价格与原油高度相关，2026年初呈暴涨态势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事高性能包装材料的研发、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。2025年，公司整体营业收入规模基本稳定，但毛利率显著下滑约6.5个百分点，主要原因包括：（1）铝箔、塑料粒子等原材料价格上涨导致公司采购成本上升；（2）市场竞争激烈，公司采取贴近市场的应对策略，产品销售价格小幅下降；（3）随着前期募投项目相继投产，固定资产增加较多，计提折旧金额增加，推高营业成本。

2026年一季度，公司营业收入为3.15亿元，同比增长10.36%，销售毛利率为20.71%，较2025年进一步下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
软包装材料	72,704.32	65.81%	20.01%	78,708.71	68.89%	28.62%
硬包装材料	34,880.19	31.57%	25.63%	33,367.72	29.20%	27.45%
其他	2,899.15	2.62%	42.57%	2,178.55	1.91%	57.53%
合计	110,483.65	100.00%	22.38%	114,254.98	100.00%	28.83%

资料来源：公司 2024-2025 年年度报告，中证鹏元整理

公司在药用包装领域保持一定技术优势和稳固的客户合作关系，并持续拓展新能源、新消费等多元化业务，但产品市场竞争激烈叠加原材料涨价，使公司盈利空间受到双重挤压，毛利率持续下滑；受出口退税政策变化影响，2025年公司外销占比下滑

在药用包装领域，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和严格的质量控制体系，构建了从药品研发到终端流通的全链条包装服务能力，能够为制药企业提供专业、安全的药品包装方案。产品广泛应用于片剂、丸剂、胶囊剂、颗粒剂、粉剂、栓剂等多种剂型药品包装，已与国内外知名药企如齐鲁药业、云南白药、阿斯利康等建立稳定合作，客户覆盖面及客户黏性保持良好，国内医药工业百强企业中，超过80%均与公司达成长期稳定的合作关系。

截至2025年末，公司拥有国家药审中心颁发的药包材登记号170个，DMF备案35个，较上年有所增加。公司持续注重研发投入，2025年研发支出同比增长6.98%，研发资源聚焦于可回收复合材料、功能性膜材料、铝塑膜、半导体封装膜等领域。截至2025年末，公司累计申请并获授权专利212项，其中发明专利37项，同时公司重视非专利核心技术的积累与打磨，凭借技术壁垒构建了一定差异化竞争优势。

从主营产品销售情况来看，2025年公司药用包装产品销量基本稳定，但除阿克拉等少数产品外，大部分产品销售单价均有小幅下跌，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，为了应对市场竞争，公司主要产品价格小幅调降。

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。2025年公司整体收入中直销占比97.80%，同比保持稳定。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，2025年公司应收账款周转天数为99.28天，较上年小幅延长。

跟踪期内，公司仍积极通过“展会参展+海外设点+本土合作”的模式，拓展海外业务，但2025年公司国外销售收入及毛利率同比均有所下滑，主要原因为2024年12月起，财政部调整出口退税政策，取消部分产品的出口退税政策，导致公司产品出口税负成本显著增长、议价压力提升。

表4 2024-2025年公司营业收入按销售区域分类情况（单位：万元）

区域	2025年			2024年		
	金额	比例	毛利率	金额	比例	毛利率
国内	98,538.81	89.19%	23.83%	100,361.50	87.84%	30.80%
国外	11,944.84	10.81%	10.42%	13,893.48	12.16%	14.56%
合计	110,483.65	100.00%	22.38%	114,254.98	100.00%	28.83%

资料来源：公司2024-2025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，2025年公司仍保持良好的客户覆盖面和客户黏性，前五大客户合计占比11.43%，同比有所降低，客户集中度较低。

公司在深耕传统医药包装核心主业的基础上，继续推进新能源、新消费等跨界领域。其中新能源以铝塑膜为核心产品，目前公司已实现3C软包装电池铝塑膜规模化生产和批量供货，正加速获取锂电池厂商认证，推进产能释放与客户拓展。新消费方面，公司主要从事消费电子、食品等领域功能性包装材料及上游基膜材料的研发、生产和销售。跟踪期内公司组建电子材料事业部，推进公司在电子功能膜方面的业务布局。子公司苏州海顺完成对苏州海顺光电科技有限公司（以下简称“海顺光电”）100%股权²、广东正一包装有限公司（以下简称“正一包装”）100%股权³的收购，持续拓宽公司产品矩阵，深化产业链协同。2025年，新能源、新消费等非药包产品实现收入合计1.19亿元，同比增长27.04%，但受折旧成本增长等原因影响，非药包业务毛利同比由盈转亏，2025年毛利率为-11.61%。

铝价2025年持续震荡上行，受石油价格暴涨影响，塑料粒子价格2026年初出现大幅上涨，给公司带来较大的成本控制压力

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和对下游客户的成本转嫁能力有限。

² 海顺光电原名为苏州思瑞文新材料技术有限公司，主要从事电子膜材料的研发生产，收购价款为780万元，未形成商誉。

³ 正一包装主要从事氧化铝膜、真空镀铝膜和涂布膜生产，产品应用于食品、饮品、药品及化妆品等产品包装，收购价款为9,435万元，形成商誉1,652万元。

2025年全年及2026年上半年，铝价格中枢持续抬升，2025年塑料粒子价格整体较为平稳，但2026年初，中东石油输出国地缘冲突加剧、航运通道风险上升，带动国际原油价格暴涨，塑料粒子价格呈现大幅暴涨的态势，给公司带来较大的成本控制压力。后续仍需持续关注原材料价格变动趋势及对公司成本控制的影响。

表5 公司营业成本主要构成情况（单位：万元）

产品分类	项目	2025年		2024年	
		金额	占比	金额	占比
软包装	直接材料	47,649.29	55.56%	47,343.49	58.22%
	直接人工	2,654.08	3.09%	2,058.49	2.53%
	制造费用	7,850.24	9.15%	6,783.64	8.34%
	小计	58,153.60	67.80%	56,185.62	69.09%
硬包装	直接材料	18,271.02	21.31%	18,161.24	22.33%
	直接人工	2,509.17	2.93%	2,044.67	2.51%
	制造费用	5,160.14	6.02%	4,003.97	4.92%
	小计	25,940.33	30.26%	24,209.88	29.77%
合计		84,093.93	98.06%	80,395.50	98.86%

资料来源：公司2024-2025年年度报告，中证鹏元整理

2025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33.38%，同比略有上升。

新产品市场开拓情况不及预期，高阻隔复合材料项目、功能性聚烯烃膜材料项目产能利用率较低，固定资产折旧及运营成本增长对利润形成较大侵蚀；受市场环境等情况影响，公司放缓铝塑膜项目投入进度

公司现有生产基地主要分布在苏州、湖州、嘉兴、石家庄等地，子公司浙江海顺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。

高阻隔复合材料项目和功能性聚烯烃膜项目分别于2024年7月和2025年4月完工投产，南浔生产基地产能大幅增长，新增产能主要包括冷冲压成型高阻隔复合硬片、可回收高阻隔复合材料、多层共挤高性能瓶、针管、多层共挤膜等产品，可应用在药品、食品等领域。其中大部分产品与公司现有主导产品在客户群、产品特性及应用领域方面虽有一定的重合，但行业竞争激烈，公司尚需投入时间和较多的资源进行市场培育及产品推广。跟踪期内，新产品市场开拓情况整体不及预期，新增产能未能充分释放，而固定资产计提折旧金额显著增长，同时直接人工、制造费用均呈增长态势，2025年功能性聚烯烃膜材料项目实现效益为-1,784.54万元，高阻隔复合材料项目实现效益为-2,413.90万元，使得子公司浙江海顺整体亏损，对公司整体业绩表现形成较大拖累，需持续关注公司后续市场拓展及产能消化情况。

表6 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	2025年	2024年
产能（吨）	86,000.00	59,000.00
产量（吨）	38,791.45	38,523.89
产能利用率	45.11%	65.29%
销量（吨）	38,804.32	37,508.36
产销率	100.03%	97.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目为铝塑膜项目，由于已匹配募集资金，后续投资压力尚可。该项目调整后投资总额32,027.30万元，截至2026年2月末已投入募集资金6,578.89万元，2026年3月26日，公司发布《关于部分募投项目延期的公告》，受市场环境、技术路线持续优化、客户导入、产品验证及公司整体业务战略聚焦等因素综合影响，为更合理、有效地使用募集资金，确保募投项目建设质量，公司决定对铝塑膜项目进行延期，将该项目达到预定可使用状态日期延后一年，至2027年3月。

铝塑膜主要用作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，根据智研咨询数据，2025年中国铝塑膜市场规模超63亿元，其中动力电池领域4.74亿元，3C/储能等领域58.74亿元。在需求端，基于成本、安全性等因素，目前软包电池在全球动力电池装机中占比尚不足10%，对铝塑膜整体市场规模增长形成限制，比亚迪、宁德时代等下游客户在供应链中掌握较高的议价权，对供应商利润空间造成挤压。在供给端，国内部分企业产能扩张较为激进，加剧供需矛盾。铝塑膜未来的爆发点将取决于固态电池的产业化进度及软包技术的颠覆创新。相较于新纶新材、紫江企业、明冠新材等竞争对手，公司进入铝塑膜行业的时间相对较晚，目前在3C领域实现规模化生产和批量供货，动力领域仍处于技术认证阶段，需持续关注铝塑膜整体行业环境变化及其对公司业务发展和经营风险的影响。

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2024-2025年审计报告及未经审计的2026年一季度报告。

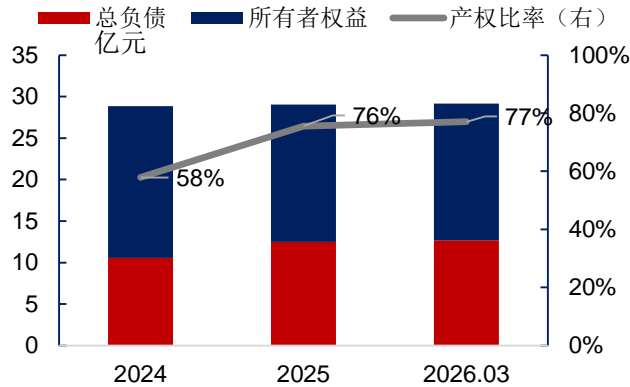
公司资产流动性尚可，但需关注存货、商誉减值风险；市场竞争加剧、原材料价格上涨，且出售参股公司股权形成资产减值、折旧费用、人力成本及财务费用等对利润形成严重侵蚀，公司出现上市以来首亏；跟踪期内公司财务杠杆水平有所抬升，偿债指标有所弱化，但整体债务压力仍相对可控

资本实力与资产质量

受公司实施股份回购、2025年当期亏损导致未分配利润减少影响，2025年末公司所有者权益同比小幅下降，同期内公司为实施子公司并购及补充流动资金，扩大融资规模，跟踪期内公司产权比率有所抬

升。

图3 公司资本结构



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表7 2026年3月末公司所有者权益构成（单位：亿元）

项目	账面价值	占比
实收资本	1.94	11.74%
资本公积	8.22	49.86%
减：库存股	-1.51	-9.16%
未分配利润	4.54	27.55%
少数股东权益	0.97	5.90%
其他	2.33	14.11%
合计	16.49	100.00%

资料来源：公司未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司资产结构未发生重大变化，仍以固定资产、应收账款、货币资金、存货等为主，整体资产流动性尚可。

公司应收账款规模及账龄结构相对稳定，截至2025年末，一年以内（含）应收账款占比93.58%。2025年公司存货跌价准备计提比例由10.07%提升至12.38%。

2025年12月公司将持有的参股公司久诚包装43.015%股权全部转让给凸版利丰雅高（香港）有限公司，股权转让对价为1.42亿元，相较于久诚包装长期股权投资账面价值，计提减值准备3,698.65万元，年末转入持有待售资产，因此长期股权投资减至0。久诚包装仍租用公司南浔生产基地。随着功能性聚烯烃膜材料项目等在建工程完工转固、购置设备及并购子公司等，跟踪期内公司固定资产账面价值持续增长，在建工程金额有所下降。2025年公司并购正一包装，形成商誉1,652.10万元，需关注若子公司未来经营状况不及预期，将存在一定商誉减值风险。

截至2025年末，受限资产主要包括用于抵押的固定资产0.54亿元、无形资产0.33亿元和货币资金0.08亿元。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.25	14.57%	3.20	11.03%	3.28	11.36%
应收账款	3.16	10.83%	3.07	10.58%	3.02	10.47%
应收款项融资	0.84	2.89%	0.68	2.35%	0.79	2.73%
存货	2.35	8.04%	2.10	7.23%	2.24	7.75%
流动资产合计	13.06	44.76%	12.69	43.71%	11.19	38.77%
长期股权投资	0.00	0.00%	0.00	0.00%	2.02	6.99%
投资性房地产	1.63	5.57%	1.63	5.62%	1.67	5.79%
固定资产	11.98	41.08%	12.20	42.03%	11.10	38.47%
在建工程	0.31	1.06%	0.31	1.06%	1.00	3.47%
无形资产	1.37	4.70%	1.38	4.76%	1.21	4.21%
商誉	0.21	0.72%	0.21	0.72%	0.04	0.15%
非流动资产合计	16.11	55.24%	16.34	56.29%	17.67	61.23%
资产总计	29.17	100.00%	29.04	100.00%	28.86	100.00%

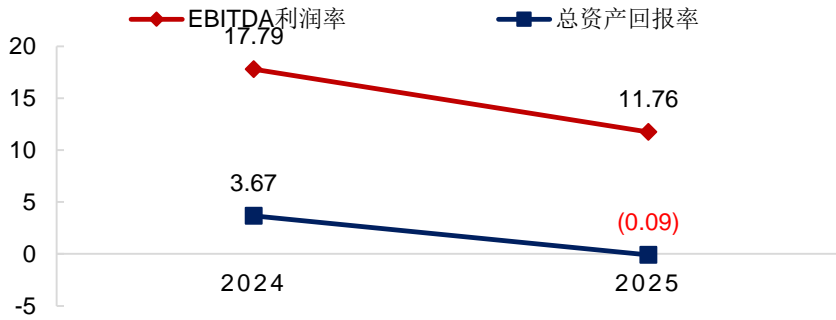
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受市场竞争激烈导致产品销售价格下降、原材料成本上涨、资产折旧、人工成本及各项费用增长挤压利润空间等因素综合影响，公司2025年EBITDA利润率显著下滑。叠加出售久诚包装计提的资产减值损失3,698.65万元，公司2025年净利润出现上市以来首次亏损，总资产回报率由正转负。2025年公司投资收益4,440.45万元，其中持有久诚包装股权确认的长期股权投资收益1,945.99万元，出售股票收益2,511.64万元，对利润形成一定弥补。2026年一季度，公司净利润为-0.08亿元，延续亏损状态。

为改善业绩表现，公司一方面加大市场拓展力度，强化研发创新、深化客户定制服务，巩固提升现有市场份额的同时，打开新产品销售局面；另一方面加强成本管控，优化生产工艺，降低单位生产成本，提升运营效率，同时根据原材料价格及市场竞争情况，加强客户协商，确保成本压力合理传导。但未来市场开拓及南浔生产基地产能消化情况仍具不确定性，需持续关注公司未来产能释放和盈利情况的改善情况。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

为实施子公司并购及补充营运资金，跟踪期内公司债务规模有所扩张，财务杠杆水平有所抬升。公司总债务除“海顺转债”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2025年末公司短期贷款以信用借款和保证借款为主，长期借款包括信用借款、抵押借款。截至2026年6月5日，“海顺转债”未转股余额为6.33亿元。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	1.52	11.97%	1.76	14.08%	1.38	13.03%
应付票据	1.29	10.16%	1.01	8.08%	1.27	12.00%
应付账款	1.28	10.07%	1.21	9.70%	1.30	12.30%
一年内到期的非流动负债	0.23	1.78%	0.25	1.97%	0.06	0.55%
流动负债合计	4.91	38.65%	5.59	44.76%	4.58	43.32%
长期借款	1.52	12.01%	0.70	5.59%	0.19	1.81%
应付债券	5.58	43.92%	5.51	44.05%	5.21	49.29%
递延收益	0.63	4.94%	0.64	5.14%	0.59	5.56%
非流动负债合计	7.79	61.35%	6.90	55.24%	5.99	56.68%
负债合计	12.70	100.00%	12.50	100.00%	10.58	100.00%
总债务	10.15	79.93%	9.22	73.79%	8.12	76.75%
其中：短期债务	3.04	29.91%	3.02	32.71%	2.71	33.40%
长期债务	7.11	70.09%	6.21	67.29%	5.41	66.60%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着盈利情况下滑，2025年公司经营活动现金流净额、FFO、EBITDA均大幅下降，同时随着融资规模扩张，净债务规模增长，EBITDA、FFO对净债务的覆盖程度、EBITDA利息保障倍数等偿债指标均有所下滑。但公司财务杠杆水平仍在相对合理区间，截至2025年末，公司现金类资产（未受限货币资金、交易性金融资产、应收票据）合计5.22亿元，能够对短期债务形成良好覆盖，公司即期偿付压力可控。

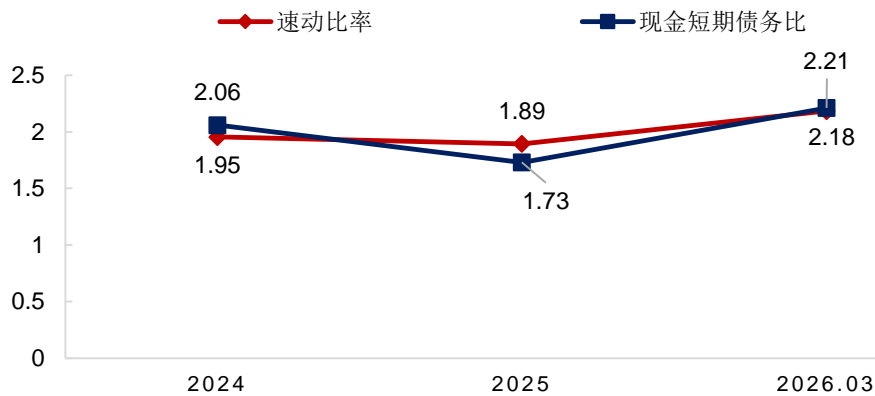
公司作为上市公司，融资渠道较多样，截至2026年3月末，公司未使用授信额度合计12.79亿元，资产抵押比例尚可，仍具有一定融资弹性。

表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	0.07	0.96	1.61
FFO（亿元）	--	0.52	1.36
资产负债率	43.53%	43.05%	36.66%
净债务/EBITDA	--	3.31	1.39
EBITDA 利息保障倍数	--	10.36	20.21
总债务/总资本	38.12%	35.80%	30.75%
FFO/净债务	--	12.03%	48.04%
经营活动现金流净额/净债务	2.08%	22.20%	57.14%
自由现金流/净债务	-1.34%	4.86%	-3.43%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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2023年1月1日至报告查询日⁴，公司本部、子公司苏州海顺、浙江海顺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（2026年6月8日），中证鹏元未发现公司被列入全国失

⁴ 公司本部：2026年5月19日，苏州海顺：2026年5月15日，浙江海顺：2025年5月6日

信被执行人名单。

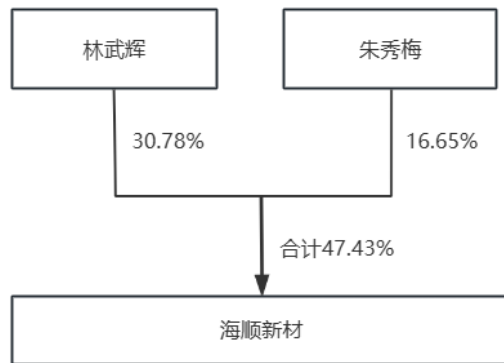
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	4.25	3.20	3.28	7.06
应收账款	3.16	3.07	3.02	2.53
流动资产合计	13.06	12.69	11.19	13.27
固定资产	11.98	12.20	11.10	5.17
非流动资产合计	16.11	16.34	17.67	16.60
资产总计	29.17	29.04	28.86	29.87
短期借款	1.52	1.76	1.38	1.34
应付票据	1.29	1.01	1.27	1.00
应付账款	1.28	1.21	1.30	1.08
一年内到期的非流动负债	0.23	0.25	0.06	0.62
流动负债合计	4.91	5.59	4.58	4.57
长期借款	1.52	0.70	0.19	0.75
应付债券	5.58	5.51	5.21	4.91
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	7.79	6.90	5.99	6.07
负债合计	12.70	12.50	10.58	10.64
总债务	10.15	9.22	8.12	8.63
其中：短期债务	3.04	3.02	2.71	2.97
长期债务	7.11	6.21	5.41	5.66
所有者权益	16.47	16.54	18.28	19.23
营业收入	3.15	11.05	11.43	10.21
营业利润	0.06	-0.14	0.97	1.09
净利润	-0.08	-0.16	0.81	0.94
经营活动产生的现金流量净额	0.07	0.96	1.61	1.01
投资活动产生的现金流量净额	0.23	-0.06	-2.42	-2.96
筹资活动产生的现金流量净额	0.72	-1.02	-2.97	5.95
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	1.30	2.03	1.78
FFO（亿元）	--	0.52	1.36	1.06
净债务（亿元）	3.52	4.30	2.82	0.40
销售毛利率	20.71%	22.38%	28.83%	30.19%
EBITDA 利润率	--	11.76%	17.79%	17.46%
总资产回报率	--	-0.09%	3.67%	4.55%
资产负债率	43.53%	43.05%	36.66%	35.62%
净债务/EBITDA	--	3.31	1.39	0.22
EBITDA 利息保障倍数	--	10.36	20.21	15.07
总债务/总资本	38.12%	35.80%	30.75%	30.98%

FFO/净债务	--	12.03%	48.04%	268.46%
经营活动现金流净额/净债务	2.08%	22.20%	57.14%	253.78%
速动比率	2.18	1.89	1.95	2.47
现金短期债务比	2.21	1.73	2.06	2.86

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 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+经调整所有者权益
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

附录四 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