

上海艾录包装股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 2026 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〔2026〕4757号

联合资信评估股份有限公司通过对上海艾录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，确定下调上海艾录包装股份有限公司主体长期信用等级为 A，下调“艾录转债”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：

二〇二六年六月二十七日

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上海艾录包装股份有限公司（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。

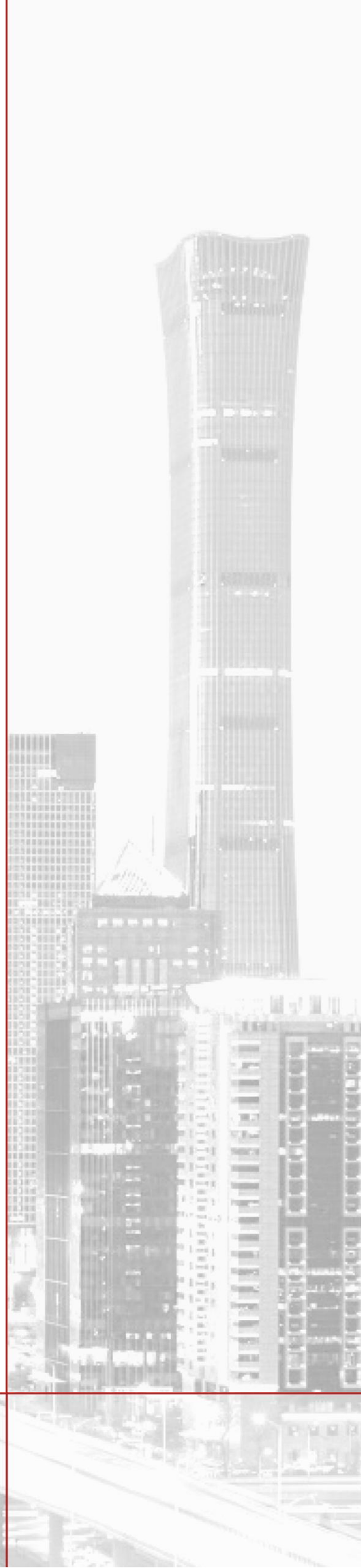
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



上海艾录包装股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券

2026 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
上海艾录包装股份有限公司	A/稳定	A ⁺ /稳定	2026/06/27
艾录转债	A/稳定	A ⁺ /稳定	

评级观点

跟踪期内，上海艾录包装股份有限公司（以下简称“公司”）维持了在业务规模和市场地位、供应链和销售渠道控制能力、技术水平等方面的竞争力；公司取消监事会，由审计委员会行使相关职权，此外，董事会完成了换届选举，管理制度连续。经营方面，2025 年，公司业务仍以工业用纸包装和复合塑料包装销售为主，营业总收入同比变化不大，综合毛利率小幅下降。随着募投项目验收投产，公司工业纸包装产品产能提升明显，产能利用率下降明显，复合塑料包装产品因下游需求不足导致产能利用率持续处于较低水平，公司产能消化压力很大。公司将光伏组件业务作为未来重点发展业务之一，考虑到现阶段光伏行业制造端供需失衡加剧，光伏主产业链产品和辅材价格均大幅下跌，且公司光伏组件业务尚处于商业化初期，经营持续亏损，需关注该业务板块经营和财务状况。财务方面，2025 年公司资产总额略有下降，应收账款和存货仍对营运资金形成一定占用；债务总额有所增长，债务负担有所加重；受期间费用增加以及大规模计提资产减值损失等因素影响，公司出现经营亏损，整体盈利能力有所下降；经营活动现金流净额持续为正但规模收缩；公司偿债指标表现有所弱化，间接融资渠道较为畅通且具备直接融资渠道，再融资能力较好，存在一定或有负债风险。综合评估，公司信用风险较低。

2025 年，公司现金类资产、经营活动现金和 EBITDA 对“艾录转债”的覆盖程度较高。“艾录转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司的债务负担可能下降，对“艾录转债”的保障能力或将增强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着下游需求恢复，公司产能利用率提升，盈利水平有望恢复，评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：下游市场需求大幅增加，复合塑料包装产品产能利用率有效提升，公司盈利能力明显增强；新拓展的光伏边框复合材料产品放量增长，对公司整体利润水平形成有效补充；公司资产质量显著提升，资本实力显著增强。

可能引致评级下调的敏感性因素：下游市场需求持续低迷，公司盈利能力大幅下滑；财务杠杆水平大幅提升且偿债指标明显恶化，再融资能力大幅下降；公司管理层面出现较大瑕疵，高管人员频繁更换且对生产经营有不利影响；重要股东或实际控制人发生重要信用风险事件且对公司经营构成重要不利影响；光伏组件业务收益不及预期，发生大规模亏损。

优势

- **公司保持一定的综合竞争力。**公司经营规模稳固，产业布局优势较为突出，市场地位较高；且保持较为完善的生产要素储备体系与较为稳固的供应链把控能力，销售渠道布局国内外，客户资源优质稳定；公司持续拓展光伏新材料第二增长曲线。
- **2025 年，公司光伏组件业务收入增幅显著。**2025 年，公司光伏组件业务实现营业收入 3305.38 万元，同比增长 140.60%。

关注

- **公司工业纸包装产品产能利用率下降明显，复合塑料包装产品产能利用率持续处于较低水平，产能消化压力很大。**2025 年，因新产线投放，公司工业纸包装产品产能较 2024 年提升明显，产能利用率下降明显，复合塑料包装产品因下游需求不足导致产能利用率持续处于较低水平，公司产能消化压力很大。

- **公司出现经营亏损。**2025 年，受工业纸包装业务销量下降、期间费用增加以及大规模计提资产减值损失等因素影响，公司出现经营亏损。
- **光伏组件业务未来盈利水平存在不确定性。**现阶段光伏行业制造端供需失衡加剧，光伏主产业链产品和辅材价格均大幅下跌，且公司光伏组件业务尚处于商业化初期，经营持续亏损。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 一般工商企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法（V3.0.202207）

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	C	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F3	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		3
		偿债能力		4
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：--				--
模型级别				A

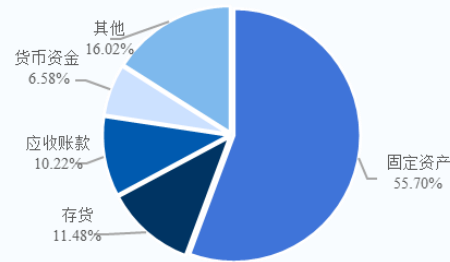
个体信用状况变动和外部支持变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《一般工商企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

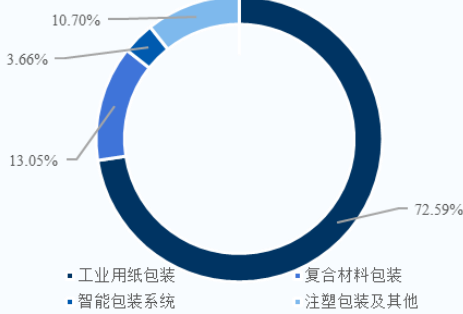
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	2.58	2.45	2.52
资产总额（亿元）	29.35	28.21	28.20
所有者权益（亿元）	15.35	13.49	13.53
短期债务（亿元）	2.17	2.02	2.15
长期债务（亿元）	6.22	7.26	7.74
全部债务（亿元）	8.39	9.29	9.89
营业总收入（亿元）	11.91	11.74	2.68
利润总额（亿元）	0.44	-1.34	-0.02
EBITDA（亿元）	1.71	0.03	--
经营性净现金流（亿元）	2.34	1.17	0.52
净营业周期（天）	140.60	141.79	--
EBITDA 利润率（%）	14.35	0.26	--
总资产报酬率（%）	2.54	-3.85	--
资产负债率（%）	47.70	52.17	52.04
全部债务资本化比率（%）	35.34	40.77	42.24
流动比率（%）	127.02	125.30	137.06
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.23	1.19	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.21	1.17
EBITDA 利息倍数（倍）	5.29	0.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.91	301.25	--
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	23.29	20.82	/
所有者权益（亿元）	16.63	15.16	/
全部债务（亿元）	3.86	3.23	/
营业总收入（亿元）	11.09	9.10	/
利润总额（亿元）	1.33	-1.08	/
资产负债率（%）	28.59	27.21	/
全部债务资本化比率（%）	18.85	17.58	/
流动比率（%）	242.42	253.16	/
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍)	1.88	2.35	/

注：1. 公司 2026 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. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

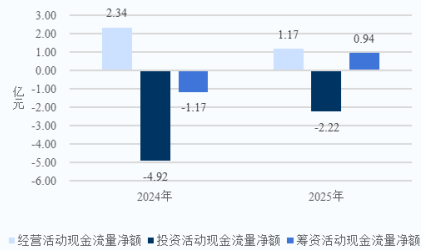
2025 年底公司资产构成



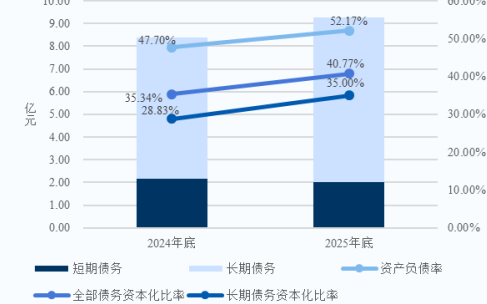
2025 年公司收入构成



2024—2025 年公司现金流情况



2024—2025 年底公司债务情况



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
艾录转债	5.00 亿元	1.78 亿元	2029/10/23	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
艾录转债	A+/稳定	A+/稳定	2025/06/19	杨 恒 刘柏源	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
艾录转债	A+/稳定	A+/稳定	2023/02/20	孙长征 王佳晨子	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：张 超 zhangc@lhratings.com

项目组成员：刘柏源 liuby@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”）关于上海艾录包装股份有限公司（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

公司成立于 2006 年 8 月。2021 年 9 月，公司股票于深圳证券交易所上市，股票简称“上海艾录”，股票代码为“301062.SZ”。截至 2026 年 3 月底，公司总股本为 4.33 亿股，陈安康为公司控股股东，直接持有公司 31.09% 的股份；公司实际控制人为陈安康、陈雪骐父女，合计持有公司约 31.14% 的股份；公司实际控制人所持公司股份不存在质押情况。

公司主营业务为工业用纸包装、塑料包装、智能包装系统产品的研发、生产和销售。按照联合资信行业分类标准划分为工业制造业（适用一般工商企业信用评级方法与模型）。

截至 2026 年 3 月底，公司本部内设创新研发中心、采购部、市场部、生产计划部等部门（组织架构图见附件 1-2），合并范围内拥有子公司 6 家；截至 2025 年底，公司本部及主要子公司在职员工 946 人，员工构成类别符合行业特性。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 28.21 亿元，所有者权益 13.49 亿元（含少数股东权益-0.13 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 11.74 亿元，利润总额-1.34 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 28.20 亿元，所有者权益 13.53 亿元（含少数股东权益-0.12 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.68 亿元，利润总额-0.02 亿元。

公司注册地址：上海市金山区山阳镇阳乐路 88 号；法定代表人：陈安康。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，存续债券已在付息日正常付息。因公司实施 2024 年年度权益分派方案，“艾录转债”的转股价格由原 10.10 元/股调整为 10.05 元/股，调整后的转股价格自 2025 年 6 月 20 日起生效。因公司实施 2025 年前三季度权益分派方案，“艾录转债”的转股价格由原 10.05 元/股调整为 10.01 元/股，调整后的转股价格自 2025 年 12 月 5 日起生效。因公司实施 2024 年限制性股票激励计划，“艾录转债”的转股价格由原 10.01 元/股调整为 10.00 元/股，调整后的转股价格自 2026 年 3 月 19 日起生效。因公司实施 2025 年年度权益分派方案，“艾录转债”的转股价格由原 10.00 元/股调整为 9.95 元/股，调整后的转股价格自 2026 年 6 月 18 日起生效。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月底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
艾录转债	5.00	1.78	2023/10/23	6 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

“艾录转债”5 亿元募集资金全部用于投资工业用纸包装产品扩产项目（以下简称“募投项目”），根据可研报告，项目回收期（含建设期，税后）为 8.16 年，内部收益率（税后）为 12.98%，计划总投资额 14.00 亿元，资金来源为 5.00 亿元可转债募集资金及 9.00 亿元自有资金。

2025 年，募投项目实现营业收入 1.58 亿元，净利润-0.26 亿元，项目收益不及预期。主要原因为募投项目自 2025 年年中开始投产使用，2025 年全年因受下游建材等行业需求节奏放缓影响，产能消化周期较原计划有所拉长，项目仍处于产能爬坡阶段，未达产状态，销售订单收益无法覆盖固定资产折旧等成本。

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好

好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义GDP增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2026年3月）》。

五、行业分析

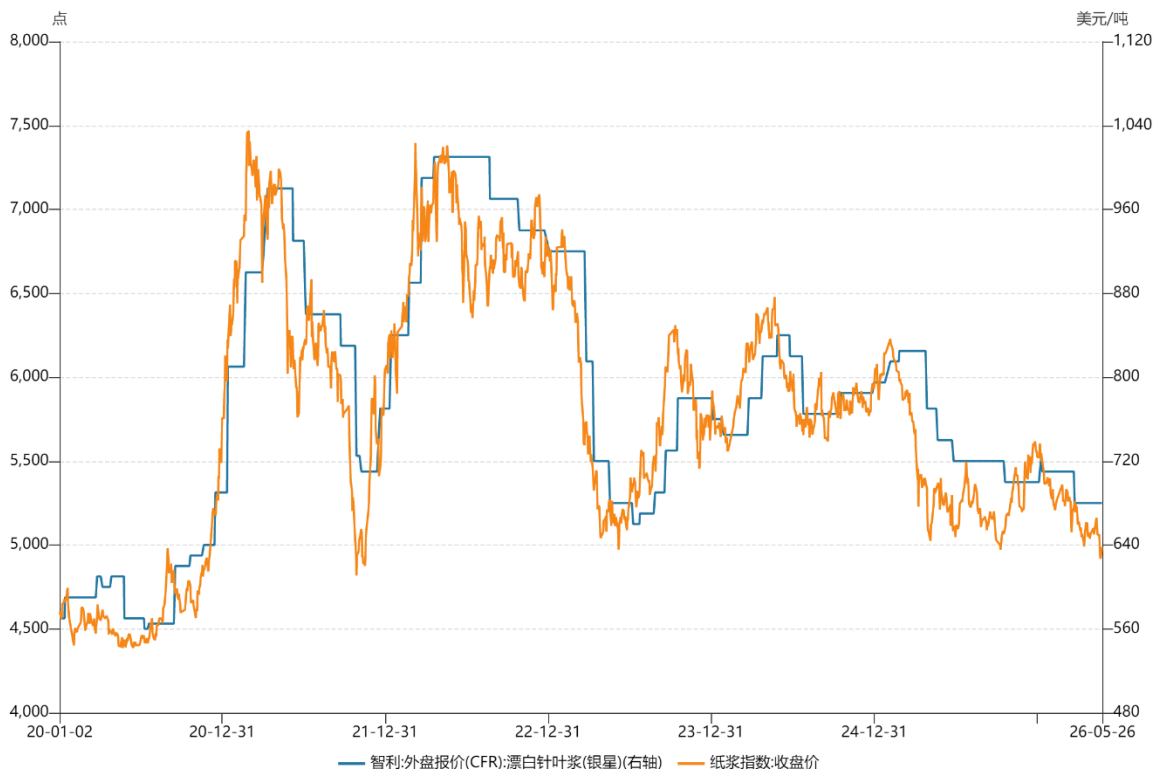
1 纸包装行业分析

2025年，受益于下游消费景气度小幅回升，中国A股包装印刷行业上市公司营业总收入规模同比有所增长，但由于原材料价格波动，行业内企业面临较大的成本管控压力，整体盈利水平同比有所下降。

公司产品主要为工业用纸包装和塑料包装，也生产少量包装设备。根据中国包装联合会数据，2025年，中国包装行业规模以上企业（年营业总收入2000万元以上）共计20230家，累计完成营业收入2.05万亿元，同比下降2.35%，累计完成利润总额951.52亿元，同比下降1.69%。2024年中国包装印刷市场规模达2.1万亿元，其中纸包装占比58%，塑料包装占比27%，金属包装占比9%，玻璃包装占比6%。预计2029年市场规模将突破3.2万亿元，年复合增长率维持在6.8%。

纸包装行业原材料主要为牛皮纸，市场供给充足，价格主要受针叶木浆价格影响。2020年以来，纸浆价格高位波动。2025年前三季度纸浆价格波动下降，2025年四季度纸浆价格有所回升，整体维持在较高水平。

图表2·银叶浆价格与纸浆价格指数变化情况



塑料包装行业上游原材料主要为 PE、PP、PS 等塑料粒子，其价格主要受大宗商品聚乙烯价格影响，也与原油价格存在较大关联。原油价格自 2020 年开始持续上升，至 2022 年 6 月达到高点后有所回落，2023 年、2024 年在较高位置波动。2025 年原油价格有所下降，但 2026 年以来原油价格直线攀升。原材料价格波动使行业内企业承受较大成本管理压力。

图表 3 • 原油价格与 PE 价格指数变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

包装行业下游几乎涵盖所有制造业，下游需求受消费景气度影响较大。2025 年以来，中国企业景气度指数较上年略有下降，消费者信心指数较上年有所回升，整体看呈小幅上升趋势。下游消费景气度小幅回升使得包装行业营收规模有所增长，但由于原材料价格高企且行业竞争激烈，盈利水平同比有所下降。2025 年，中国 A 股包装印刷行业（申银万国行业类别）上市公司实现营业总收入 1374.21 亿元，同比增长 7.94%；实现归母净利润 44.35 亿元，同比下降 13.82%。

图表 4 • 中国消费者信心指数与批发和零售业企业景气指数变化情况



资料来源：联合资信根据 Wind 数据整理

未来，随着环保政策趋严、行业竞争加剧，具备技术与资金优势的企业有望获得更多市场份额。缺乏技术创新、服务能力和稳定客户资源的企业面临被淘汰的压力，竞争实力较弱的中小企业或将部分出清。但考虑到行业门槛不高，新参与者可能持续进入市场。

2 光伏行业分析

2025 年是光伏行业由“规模扩张”向“质量效益”转型的关键枢纽期。面对全球装机增速趋缓、产能结构性过剩、价格非理性下行及全产业链亏损的严峻挑战，光伏行业制造端在政策规制引导与市场出清机制的双重共振下，加速推进落后产能淘汰与技术代际迭代。展望 2026 年，全球装机需求韧性犹存。伴随供需格局的实质性再平衡、新型电力系统建设的持续深化以及全球贸易格局的深刻重塑，光伏制造端将全面开启以“产业集聚化、发展技术化、价值理性化”为标志的高质量发展新阶段。完整版光伏行业分析详见[《2026 年光伏行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权情况

跟踪期内，公司控股股东、实际控制人未发生变化。

2 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司经营规模稳固，产业布局优势较为突出，市场地位较高；且保持较为完善的生产要素储备体系与较为稳固的供应链把控能力，销售渠道布局国内外，客户资源优质稳定；公司持续拓展光伏新材料第二增长曲线。

规模和市场地位方面，公司在上海市拥有 3 个智能化制造基地，下设工业用纸包装、塑料包装、智能包装系统 3 个生产板块，截至 2025 年底，公司配备 10 条德国 W&H 进口高速制袋流水线以及制膜、印刷等多台大型进口设备，工业纸包装的产能约为 5.92 亿条/年，复合塑料产品的产能约为 4.75 亿延米/年。公司品牌“艾录包装”被评定为上海市著名商标；公司产品食品包装用牛皮纸袋被认定为上海名牌产品；2019 年、2020 年、2022 年、2023 年、2025 年公司被评为“上海民营制造业企业 100 强”；2018 年至 2025 年公司连续八年进入行业权威媒体《印刷经理人》杂志评选的“中国印刷包装企业 100 强”企业名单。

公司保持较为完善的生产要素储备体系与较为稳固的供应链把控能力。公司通过前期投入建立了大规模生产供应能力，原材料采购具有一定规模，与主要供应商形成稳定的战略合作关系，从而在保证原材料及时、保质保量供应的同时，还具备一定的成本优势。同时，公司通过定制生产信息系统、设备物联网改造等方式建立了智能化的生产体系。公司通过持续地信息化的投入，定制开发了相关系统，通过信息化系统提升了生产执行效率，降低用工人数和人为失误导致的生产损耗，保持公司智能化生产优势。公司已完成 ISO 27001 信息安全认证，并获得“上海市智能工厂”“金山区数字化标杆企业”“印包行业数字化建设全国标杆”等称号。

公司销售渠道布局国内外，客户资源优质稳定。销售渠道与客户资源方面，国内外双渠道协同。公司客户覆盖化工、建材、食品等多个行业，有利于分散下游单一行业周期波动风险。公司每年服务客户 700 余家，为包括德高（Davco）、东方雨虹、美巢、立邦、三棵树、沈阳化工、瓦克化学（Wacker）、妙可蓝多、嘉吉（Cargill）、菲仕兰（Friesland）、奥兰（Olam）、雀巢（Nestle）等国内外知名工业及消费类企业客户提供包装解决方案所需的相关产品，对供应商的技术水平、产品质量、供应能力等具有较高要求。考虑到公司客户主要为实力较强的行业头部企业，有利于保证公司应收款的安全性。产品与服务质量层面，公司进行了食品、医药、化工等行业全方面的质量管理体系建设，建有符合食品、医药产品的 10 万级 GMP 净化车间环境。此外，公司先后取得了 ISO 9001:2015、ISO 14001:2015、ISO 45001:2018、ISO 22000:2018、BRC 食品认证、HACCP 食品安全保证体系、Sedex 认证、迪士尼 FAMA 等国际认证。

公司保持较强的研发实力。公司持续进行研发投入，研发项目覆盖包装产品的生产工艺、功能性、可回收性等领域。公司研发团队在纸袋产品热封、成型、防漏，食品级塑料包装材料开发、成型，智能化灌装系统研制方面具有较强的创新攻关和科研成果转化能力。公司科研设施完善，配备有高水平的技术中心、防尘防静电实验室、中试车间、中试设备和成套的检测设备。截至 2025 年底，公司在有效期内的专利共 120 项，包括 27 项发明专利、93 项实用新型专利及外观设计专利。

公司业态多元与协同程度较好。公司在立足于工业纸包装、消费品纸包装、塑料包装、智能包装系统等包装主业的同时，拓展第二增长曲线，进行光伏新材料产品的研发、设计、生产和销售。公司新拓展的聚氨酯复合材料边框产品具有超低碳、耐腐蚀、抗PID特性等核心优势，能够适应海上光伏、高腐蚀工商业光伏等特定场景；且相较于传统铝合金边框，具有成本优势、可定制等特点。

3 企业信用记录

公司过往履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：913100007927010822），截至2026年5月14日，公司无已结清或未结清的关注/不良/违约类贷款。

根据公司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存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2026年6月23日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

（二）管理水平

跟踪期内，公司取消监事会，由审计委员会行使相关职权，此外，董事会完成了换届选举，管理制度连续。

跟踪期内，公司章程和主要制度未发生重大变化，管理制度延续；公司取消监事会，由审计委员会行使相关职权，此外，董事会完成了换届选举。

图表 5 • 跟踪期内公司董事、监事及高管人员变动情况

姓名	担任职务	类型	时间
阮丹林	监事会主席	离任	2025 年 10 月
钱慧浩	监事	离任	2025 年 10 月
胡军林	监事	离任	2025 年 10 月
陈曙	董事	离任	2026 年 5 月
陆春艳	董事	离任	2026 年 5 月
陈杰	董事	离任	2026 年 5 月
盛立新	董事	新任	2026 年 5 月
卢晓贤	董事	新任	2026 年 5 月
陈雪骐	董事长、总经理	新任	2026 年 5 月
	董事、董事会秘书、副总经理	离任	2026 年 5 月
陈安康	董事长、总经理	离任	2026 年 5 月
唐洁	董事会秘书	新任	2026 年 5 月

资料来源：联合资信根据公司提供资料及公开数据整理

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司营业总收入较上年变化不大，综合毛利率有所下降。2026 年一季度，公司营业总收入同比小幅下降，综合毛利率略有提升。

跟踪期内，公司仍主要从事工业用纸包装、塑料包装及智能包装系统的研发、设计、生产、销售以及服务。其中，工业用纸包装产品可广泛应用于化工、食品、建材、医药中间体等领域；塑料包装主要用于食品、化妆品等消费品行业；智能包装系统产品主要为粉粒料包装码垛设备。

公司收入主要来自工业专用纸包装和复合材料包装业务。2025 年，受建材行业下游市场需求波动影响，公司工业用纸包装收入同比小幅下降；公司复合材料包装业务中奶酪棒包装占比较大，受奶酪棒包装产销量下降影响，复合材料包装收入同比略有下

降；智能包装系统收入较上年基本持平；注塑包装及其他收入同比有所增长，主要系光伏业务收入增加所致。受上述因素影响，2025 年公司营业总收入较上年基本持平。

毛利率方面，2025 年公司工业用纸包装毛利率下降 4.31 个百分点，主要系扩产项目投产尚处于爬坡期，固定资产折旧带来成本端上升所致；复合材料包装业务毛利率同比小幅增长，主要系原材料采购成本下降以及产品工艺优化所致；智能包装系统毛利率同比有所下降，主要系原材料价格上涨所致；注塑包装及其他业务板块毛利率持续为负，主要系光伏业务处于投资初期，计提折旧规模大所致。受上述因素影响，公司综合毛利率较上年有所下降。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.68 亿元，同比下降 5.55%；公司综合毛利率同比略有增长。

图表 6 • 2024—2025 年及 2026 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工业用纸包装	9.07	76.21%	26.32%	8.52	72.59%	22.01%	2.09	78.01%	21.39%
复合材料包装	1.59	13.32%	22.78%	1.53	13.05%	24.24%	0.25	9.50%	19.61%
智能包装系统	0.42	3.53%	25.79%	0.43	3.66%	19.83%	0.06	2.17%	19.64%
注塑包装及其他	0.83	6.93%	-34.26%	1.26	10.70%	-12.31%	0.28	10.32%	7.88%
合计	11.91	100.00%	21.63%	11.74	100.00%	18.55%	2.68	100.00%	19.79%

注：1. 2025 年注塑包装及其他业务板块包含新增光伏业务收入 3305.38 万元；2. 尾差系四舍五入及计算单位不同所致
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）包装业务

①原材料采购

2025 年，受下游市场需求波动影响，主要原材料原纸、PE 膜采购量同比有所减少，主要原材料的采购均价涨跌互现，原纸和塑料粒子仍处于历史较高水平，公司仍面临一定的成本管控压力，采购集中度较高。

公司采购部负责生产所需设备、原辅料和五金备品备件的采购工作。2025 年，公司原材料成本占营业成本的比重为 66.13%，是公司成本构成的主要部分。2025 年，公司采购模式变化不大，综合考虑需求量、安全库存量与现存量等因素制定采购计划并进行采购。公司原材料主要为原纸、塑料粒子、PE 膜等，主要材料价格受纸浆、聚乙烯等大宗商品市场价格影响大，公司对上游议价能力有限。

2025 年，受下游市场需求波动影响，公司原纸和 PE 膜采购量同比均有所减少，塑料粒子采购量同比小幅增加，原纸采购均价较上年基本持平，塑料粒子采购均价同比有所下降，PE 膜采购均价同比有所提升。整体来看，由于塑料粒子和原纸价格仍处于历史较高水平，公司仍面临一定的成本管控压力。

2025 年，公司采购结算方式变化不大。公司采购原纸、塑料粒子与 PE 膜的结算账期均为 30 天左右。其中，原纸主要采用承兑汇票结算，塑料粒子与 PE 膜主要采用电汇结算。

采购集中度方面，2025 年，公司向前五名供应商采购额占比为 47.89%，较上年持平，但采购集中度仍较高，主要系采购金额最大的原纸采购集中度高所致。

图表 7 • 公司主要原材料采购情况

种类	项目	2024 年	2025 年	2025 年同比变动
原纸	采购均价（单位：元/吨）	6470.00	6296.74	-2.68%
	采购数量（单位：吨）	64028.26	52784.17	-17.56%
塑料粒子	采购均价（单位：元/吨）	13382.99	10915.76	-18.44%
	采购数量（单位：吨）	9725.87	10499.70	7.96%
PE 膜	采购均价（单位：元/吨）	10720.56	11358.57	5.95%
	采购数量（单位：吨）	5916.75	3642.28	-38.44%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

②生产与销售

2025 年，公司工业纸包装产品产销量较上年均有所下降，复合塑料包装产品产销量较上年保持相对稳定，工业纸包装产品、复合塑料产品销售均价整体变动不大。2025 年，随着募投项目验收投产，公司工业纸包装产品产能提升明显，但因新产线投放产能逐步爬坡导致产能不够饱和，产能利用率下降明显；复合塑料包装产品产能较去年持平，因下游需求不足导致产能利用率持续处于较低水平，产能消化压力很大；销售集中度尚可。

公司在上海拥有三个制造基地，下设工业用纸包装、塑料包装、智能包装系统 3 个生产板块。公司主要采用以销定产的订单生产模式。2025 年，随着募投项目验收投产，公司工业纸包装产能同比有所提升，但受下游市场需求波动影响，产销量有所下降，产能利用率有所下降；公司复合塑料包装产能、产销量以及产能利用率较上年均持平。总体来看，公司工业纸包装因新产线投放产能逐步爬坡导致产能不够饱和，产能利用率下降明显；复合塑料包装因下游需求不足导致产能利用率持续处于较低水平，产能消化压力很大。

工业纸包装产品新增产能对公司经营影响方面，公司工业纸包装新增产能每年新增折旧摊销约 1800 万元，目前处于新增产能正常爬坡期，产销量未达满产状态，故工业用纸包装产品产能利用率有所承压，对公司整体经营业绩有一定负面影响。复合塑料包装产品产能利用率较低对公司经营影响方面，公司复合塑料包装产品生产设备每年折旧摊销约 200 万元，对公司整体经营业绩影响尚可。

图表 8 • 公司主要产品产销情况

产品	项目	2024 年	2025 年	2025 年同比变动
工业纸包装产品	产能（单位：百万条）	426.97	591.79	38.60%
	产量（单位：百万条）	337.75	288.15	-14.69%
	销量（单位：百万条）	327.95	291.97	-10.97%
	产能利用率	79.10%	48.69%	-30.41 个百分点
	销售均价（单位：元/条）	2.76	2.92	5.80%
复合塑料包装产品	产能（单位：百万延米）	474.59	474.59	0.00%
	产量（单位：百万延米）	54.44	51.97	-4.54%
	销量（单位：百万延米）	52.66	52.99	0.63%
	产能利用率	11.47%	10.95%	-0.52 个百分点
	销售均价（单位：元/延米）	2.97	2.89	-2.69%

注：数据尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司销售模式以直销为主，结算方式包括电汇、银行承兑汇票及信用证等，境外业务结算货币以外币为主。2025 年，公司境外销售收入占营业总收入的比重为 24.42%。公司给予客户 1~3 个月不等的账期。公司以成本加成法定价，对下游议价能力有限。2025 年，公司工业纸包装销售均价较去年小幅增长，复合塑料产品的销售均价略有下降。2025 年，公司向前五名客户销售额占年度销售总额的比例为 28.79%，较 2024 年小幅下降，销售集中度尚可。

（2）光伏业务

2025 年，公司光伏组件业务收入增幅显著，但尚处于商业化初期，经营持续亏损，计提了大规模资产减值准备，未来盈利水平存在较大不确定性，需对相关资产减值和经营亏损情况保持关注。

公司光伏组件业务经营主体为南通艾录新能源科技有限公司（以下简称“艾录新能源”）和南通艾纳新能源科技有限公司（以下简称“艾纳新能源”）。公司于 2023 年 1 月投资设立艾录新能源，持股 73%，主要负责生产光伏背板膜，由于光伏背板膜业务市场竞争激烈，经营持续亏损，公司于 2025 年底已关停该业务。公司于 2023 年 11 月投资设立艾纳新能源，主要负责生产光伏复合材料边框。截至 2025 年底，公司对艾纳新能源持股 51.50%，其他股东分别为员工持股平台上海毅生利企业管理有限公司和框伏（上海）新能源有限公司（以下简称“框伏新能源”），分别持股 28.50%和持股 20.00%，其中外部股东框伏新能源为民营企业，与公司无关联关系，主要为公司提供技术和资源支持。艾纳新能源生产的聚氨酯复合材料边框产品拥有超低碳、耐腐蚀、抗 PID 特性等核心优势，能够适应海上光伏、高腐蚀工商业光伏等特定场景，且相较于传统铝合金边框，具有成本优势、可定制等特点。截至 2025 年底，艾纳新能源已具备匹配下游光伏行业 1.8GW 产能的聚氨酯复合材料边框产品生产能力。

图表 9 • 公司光伏业务下属主要经营主体 2025 年（末）财务概况（单位：万元）

企业名称	持股比例	主要产品	资产总额	所有者权益	营业总收入	营业利润	净利润
艾录新能源	73.00%	光伏背板膜	316.25	-6318.06	158.83	-6168.54	-6324.69
艾纳新能源	51.50%	光伏复合材料边框	7553.95	-3762.14	3146.55	-5288.09	-5802.74

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2025 年，公司光伏组件业务实现营业收入 3305.38 万元，同比增长 140.60%，主要系光伏复合材料边框业务规模大幅增长所致；由于尚处于商业化初期未实现大批量规模化出货且折旧摊销等固定成本高，毛利率持续为负，经营持续亏损。同期，受光伏行业周期性及商业化初期综合因素影响，公司对相关资产计提减值准备 7213.80 万元。其中，2025 年，艾录新能源实现业务收入 158.83 万元，整体收入规模较小，该业务的关停对公司整体收入规模影响有限，同时因不再继续经营，公司于 2025 年一次性计提大额减值准备 4745.45 万元。

采购模式方面，公司建立了完善的供应商评价体系，对光伏业务所需原材料、辅材及低值易耗品供应商进行资质审核、询价比价，择优选择合格供应商。对于需求量大的核心材料，公司与供应商签订年度框架协议，采用“安全库存+按需补单”的模式采购，供应商账期普遍为 30~90 天，有效降低资金占用，保障供应链稳定。生产模式方面，公司采用“以销定产为主、适度备货为辅”的生产模式，根据客户订单需求排产，同时结合市场预判对部分通用产品进行适度备货，既降低库存积压风险，又保障订单交付效率。销售模式方面，公司采用“直接销售+项目制销售”相结合的模式。一方面直接对接组件厂商、电站运营商等客户进行产品销售；另一方面深度参与光伏 EPC 工程总承包项目，将聚氨酯边框作为组件关键部件纳入整体采购方案，通过项目带动批量订单，拓展业务规模。结算方式为电汇或银行承兑汇票，以银行承兑汇票为主，账期普遍在 6 个月以上。

公司光伏组件业务盈利水平受下游市场需求、客户开拓情况、供应链稳定性、技术适用性及成本控制等多种因素影响，现阶段光伏行业制造端供需失衡加剧，光伏主产业链产品和辅材价格均大幅下跌，光伏制造企业经营亏损严重，需对公司光伏业务板块未来经营情况保持关注。

（3）经营效率

2025 年，公司经营效率指标整体同比变化不大，与所选公司相比表现一般。

经营效率方面，2025 年，公司净营业周期、应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 141.79 天、4.09 次、2.82 次和 0.41 次，应收账款周转次数同比有所下降，其他指标同比变化不大。与同行业公司对比，公司总资产周转率偏低，应收账款周转率指标表现较好，净营业周期、存货周转率显著低于行业平均值，主要系产品结构和存货模式差异导致。

图表 10 • 2025 年同业主要上市公司经营效率情况

证券简称	净营业周期（天）	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
裕同科技	100.67	7.68	2.75	0.76
中荣股份	81.33	7.10	3.18	0.71
新通联	91.25	6.91	3.04	0.86
上海艾录	144.01	2.77	4.09	0.41

注：为了增加可比性，表中公司指标使用 Wind 数据
 资料来源：Wind

2 未来发展

公司未来的发展规划符合公司经营需要；公司在建项目规模不大，未来资金支出压力小；需关注若工业纸包装和复合塑料包装下游需求不足，产能消化的风险。

在建项目方面，截至 2025 年底，公司主要在建项目预算合计为 15.07 亿元，还需投资 1.58 亿元，资金来源主要为募集资金和自筹资金，未来资金支出压力小。公司在建项目主要为工业用纸包装和复合塑料包装的产能扩充，目前公司产能利用率较低，产品销量下滑，需关注产能消化风险。

图表 11 • 截至 2025 年底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预算数	已投入金额	尚需投资	初始投产时间	资金来源
工业用纸包装、复合塑料包装和新材料生产建设项目	6.90	6.77	0.13	2024 年 11 月	自有资金、募集资金、专项借款
工业用纸包装、复合塑料包装和新材料生产建设（II 期）项目	6.80	6.15	0.65	2024 年 11 月	自有资金
光伏边框复合材料生产线新建项目	1.37	0.56	0.81	2024 年 7 月	自有资金
合计	15.07	13.48	1.58	--	--

注：数据尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

未来，公司将不断拓展产品领域，工业用纸包装产品线将基本覆盖包括化工、乳品、建材、医药、食品等在内的粉体颗粒重包装工业领域。公司将利用自身占据优势的工业用纸包装及塑料包装细分市场，挖掘产品在食品、日化、药品等行业的潜力，扩大市场份额。同时，在现有客户市场的基础上，公司将参与国际国内竞争，利用资本市场平台优势寻找国内外适当的并购及合作标的。此外，公司已将光伏复合材料边框纳入战略发展路径之一，将积极推动工艺优化、产品验证、试生产、工业化生产各个环节的落地，实现公司产品矩阵的多元化发展和盈利水平的进一步提升。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。2025 年，公司合并范围内未发生变化；截至 2026 年 3 月底，公司合并范围内子公司 6 家，较 2025 年底减少一家子公司，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2025 年底，公司资产总额略有下降；应收账款和存货仍对营运资金形成一定占用，资产受限比例较高，资产质量较好。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 28.21 亿元，较上年底下降 3.89%。其中，流动资产占 31.76%，非流动资产占 68.24%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至 2025 年底，公司货币资金、应收账款较上年底基本持平，存货较上年底有所下降，主要系存货跌价准备计提增加所致；存货主要由原材料（占 35.31%）、在产品（占 18.13%）、库存商品（占 20.16%）和发出商品（占 21.07%）构成，存货当期计提跌价准备 0.21 亿元，累计计提跌价准备为 0.31 亿元，计提比例尚可；应收账款账龄以 1 年以内为主，坏账计提比例为 5.98%，应收账款期末余额前五大客户占比为 22.98%，集中度一般；货币资金中受限金额为 0.28 亿元，受限比例为 14.89%，主要为银行承兑汇票保证金和远期结售汇。2025 年，随着在建项目部分完工转固，年底固定资产有所增长，在建工程有所下降。截至 2026 年 3 月底，公司受限资产主要为用于抵押融资的固定资产和无形资产，合计金额为 8.54 亿元，受限比例为 30.27%。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额规模及结构均较上年底变化不大。

图表 12 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底		2025 年底较上年底变动
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	9.64	32.85%	8.96	31.76%	9.10	32.28%	-7.08%
货币资金	1.83	6.25%	1.86	6.58%	1.87	6.64%	1.19%
应收账款	2.86	9.76%	2.88	10.22%	2.75	9.77%	0.66%
存货	3.55	12.09%	3.24	11.48%	3.45	12.24%	-8.74%
非流动资产	19.71	67.15%	19.25	68.24%	19.10	67.72%	-2.33%
固定资产	12.29	41.87%	15.71	55.70%	15.50	54.97%	27.86%
在建工程	4.47	15.24%	1.52	5.40%	1.54	5.45%	-65.94%
资产总额	29.35	100.00%	28.21	100.00%	28.20	100.00%	-3.89%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2025 年底，受未分配利润减少影响，公司所有者权益规模有所下降，所有者权益结构稳定性较好。

资本结构方面，截至 2025 年底，公司所有者权益 13.49 亿元，较上年底下降 12.10%，主要系未分配利润减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 100.94%，少数股东权益占比为-0.94%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 32.04%、28.35%和 33.47%，所有者权益结构稳定性较好。

截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 13.53 亿元，较上年底变化不大，权益结构稳定性较好。

截至 2025 年底，公司债务总额有所增长，债务负担有所加重。

负债方面，截至 2025 年底，公司负债总额 14.72 亿元，较上年底增长 5.11%，主要系长短期借款增加所致。其中，流动负债占 48.59%，非流动负债占 51.41%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。流动负债方面，截至 2025 年底，公司短期借款为 1.05 亿元，较上年底增幅显著，主要是运营资金需求增加所致；公司应付账款较上年底略有下降；其他应付款较上年底有所下降，主要系应付工程款减少所致。非流动负债方面，截至 2025 年底，公司长期借款为 5.54 亿元，较上年底有所增长，主要系项目建设资金需求增加所致，长期借款主要为抵押及保证借款；应付债券为“艾录转债”，规模较上年底基本持平。

图表 13 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

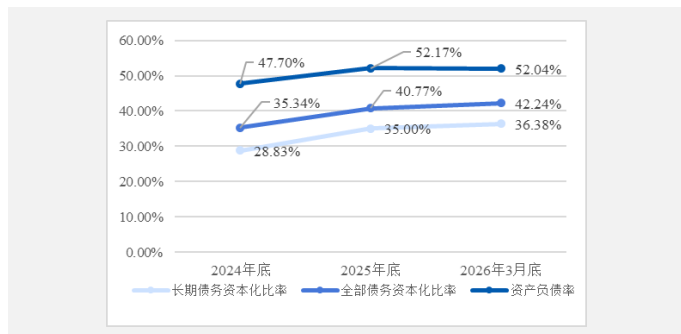
项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底		2025 年底较上年底变动
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	7.59	54.22%	7.15	48.59%	6.64	45.26%	-5.80%
短期借款	0.37	2.68%	1.05	7.14%	1.03	7.02%	180.55%
应付账款	2.00	14.31%	1.93	13.11%	1.72	11.73%	-3.66%
其他应付款	2.06	14.74%	1.81	12.29%	1.27	8.66%	-12.35%
非流动负债	6.41	45.78%	7.57	51.41%	8.03	54.74%	18.04%
长期借款	4.11	29.34%	5.54	37.66%	6.01	40.94%	34.94%
应付债券	1.68	12.00%	1.72	11.69%	1.73	11.78%	2.42%
负债总额	14.00	100.00%	14.72	100.00%	14.67	100.00%	5.11%

资料来源：联合资信根据公财务报告整理

有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 9.29 亿元，较上年底增长 10.70%，主要系长短期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占 21.78%，长期债务占 78.22%，以长期债务为主，其中，短期债务 2.02 亿元，较上年底下降 6.88%，主要系一年内到期的非流动负债减少所致；长期债务 7.26 亿元，较上年底增长 16.85%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2025 年底，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 52.17%、40.77%和 35.00%，较上年底分别提高 4.47 个百分点、5.43 个百分点和 6.17 个百分点，公司债务负担有所加重。

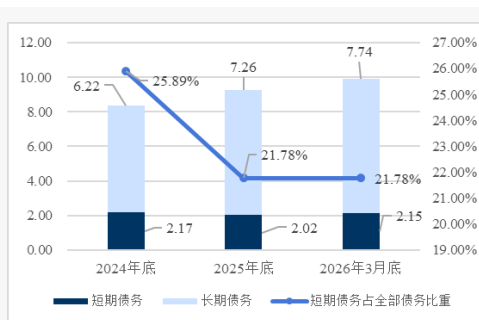
截至 2026 年 3 月底，公司负债总额 14.67 亿元，较上年底下降 0.28%，其中，流动负债占 45.26%，非流动负债占 54.74%，公司负债结构相对均衡；公司全部债务 9.89 亿元，较上年底增长 6.52%，主要系长期借款增加所致，其中，短期债务占 21.78%，长期债务占 78.22%，以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 52.04%、42.24%和 36.38%，较上年底均略有提升。

图表 14 • 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 15 • 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司营业总收入较上年基本持平，受期间费用增加以及大规模计提资产减值损失等因素影响，公司出现经营亏损，盈利能力有所下降。

盈利方面，2025 年，公司营业总收入较上年基本持平，期间费用率¹为 19.61%，同比提升 2.15 个百分点，期间费用总额同比增长 10.77%，主要系管理费用增加所致。随着销售人员薪酬增加和研发投入增加，公司销售费用和研发费用均同比小幅增长，财务费用较上年基本持平，期间费用控制能力有待提升。非经常性损益方面，2025 年，公司其他收益同比有所减少，主要系进项税加计抵减减少所致；资产减值损失同比增幅显著，主要系存货跌价及固定资产减值大幅增加所致。受上述影响，当期公司出现经营亏损。盈利指标方面，2025 年，公司 EBITDA 利润率显著下降，总资产报酬率和净资产收益率同比均由正转负，盈利能力有所下降。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.68 亿元，同比下降 5.55%；实现利润总额-0.02 亿元，较上年同期基本持平。

图表 16 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月	2025 年同比变动
营业总收入	11.91	11.74	2.68	-1.37%
营业成本	9.33	9.56	2.15	2.50%
费用总额	2.08	2.30	0.54	10.77%
其中：销售费用	0.28	0.31	0.07	8.22%
管理费用	1.14	1.32	0.28	15.81%
研发费用	0.43	0.46	0.11	6.56%
财务费用	0.23	0.22	0.08	-3.15%
投资收益	0.02	0.01	0.01	-61.52%
资产减值损失	-0.11	-1.01	0.00	801.97%
其他收益	0.14	0.10	0.02	-26.31%
利润总额	0.44	-1.34	-0.02	-407.16%
EBITDA 利润率（%）	14.35	0.26	--	-14.08 个百分点
总资产报酬率（%）	2.54	-3.85	--	-6.39 个百分点
净资产收益率（%）	1.99	-10.30	--	-12.30 个百分点

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 17 • 2025 年同业主要上市公司盈利能力情况

证券简称	营业总收入（亿元）	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
裕同科技	172.38	25.51	8.68	13.49
中荣股份	31.67	20.02	4.11	5.19
新通联	9.80	19.71	7.29	7.22
公司	11.74	18.55	-3.93	-8.48

注：为了增加可比性，表中公司指标使用 Wind 数据
资料来源：Wind

2025 年，公司经营活动现金流净额同比大幅减少，投资活动现金净流出规模较上年有所收窄，筹资活动现金流量净额由负转正，对外仍有一定融资需求。

现金流方面，2025 年，随着公司销售规模有所收缩，经营活动现金流入额和流出额均同比有所下降，经营活动净现金流大幅减少，主要系收款减少以及收到增值税留抵税额退税减少所致，现金收入比同比下降 6.16 个百分点至 72.32%；投资活动净现金流保持净流出状态，但流出规模有所收窄，主要系房屋土建工程项目及设备投资支出减少所致；公司筹资活动现金流净额由负转正，主要系银行借款增加所致。2025 年，公司筹资活动前现金流净额为-1.06 亿元，公司仍有一定融资需求。

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为 0.52 亿元，投资活动现金流净额为-0.66 亿元，筹资活动现金流净额为 0.30 亿元。

¹ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%。

图表 18 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	11.05	9.10	2.48
经营活动现金流出小计	8.71	7.93	1.96
经营活动现金流量净额	2.34	1.17	0.52
投资活动现金流入小计	4.56	0.20	0.00
投资活动现金流出小计	9.48	2.42	0.66
投资活动现金流量净额	-4.92	-2.22	-0.66
筹资活动前现金流量净额	-2.58	-1.06	-0.13
筹资活动现金流入小计	1.65	2.87	0.82
筹资活动现金流出小计	2.82	1.93	0.52
筹资活动现金流量净额	-1.17	0.94	0.30
现金收入比	78.48%	72.32%	81.48%

注：公司2026年一季度投资活动现金流入27.48万元
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

2025 年，公司偿债指标表现有所弱化；公司间接融资渠道较为畅通，且具备直接融资渠道，整体再融资能力较好，存在一定或有负债风险。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	127.02%	125.30%	137.06%
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍)	1.23	1.19	--
	经营现金/短期债务（倍）	1.08	0.58	0.24
	现金短期债务比（倍）	1.19	1.21	1.17
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.71	0.03	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.91	301.25	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.28	0.13	0.05
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.29	0.13	--
	经营现金/利息支出（倍）	7.24	5.06	9.11

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

截至 2025 年底，公司销售商品提供劳务收到的现金/流动负债同比有所下降；受经营活动净现金流减少影响，经营现金/短期债务同比有所下降；现金类资产对短期债务的保障程度保持相对稳定。整体看，公司短期债务偿债能力指标表现有所弱化。2025 年，公司 EBITDA 为 0.03 亿元，同比下降 98.20%，主要系经营亏损所致；公司 EBITDA 利息倍数下降至 0.13 倍，公司全部债务/EBITDA 提高至 301.25 倍，EBITDA 对利息支出、全部债务的覆盖程度大幅下降；经营现金/全部债务、经营现金/利息支出同比均有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力指标表现有所弱化。

或有负债方面，截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对外担保事项；公司及子公司作为被告尚未审结的争议金额在 500 万以上的重大诉讼、仲裁共 1 项，争议金额 3509.78 万元，目前尚处于一审阶段，存在一定或有负债风险。

再融资能力方面，截至 2026 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 17.18 亿元，已使用 8.36 亿元，间接融资渠道较为畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部为公司包装产品业务的经营主体，资产构成和债务期限结构仍较为均衡，债务负担尚可，经营活动现金流仍为净流入。

截至 2025 年底，公司本部资产占合并口径的 73.83%；公司本部负债占合并口径的 38.50%；公司本部所有者权益占合并口径的 112.36%；公司本部全部债务占合并口径的 34.81%。2025 年，公司本部营业总收入占合并口径的 77.48%；公司本部利润总额占合并口径的 80.61%。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 20.82 亿元，较上年底下降 10.59%，资产结构较为均衡，主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货、长期股权投资和固定资产构成；公司本部货币资金为 1.61 亿元。截至 2025 年底，公司本部负债总额 5.67 亿元，较上年底下降 14.93%，以流动负债为主，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他流动负债和应付债券构成。截至 2025 年底，公司本部资产负债率为 27.21%，较 2024 年下降 1.39 个百分点，全部债务为 3.23 亿元，债务期限结构较为均衡，全部债务资本化比率为 17.58%，公司本部债务负担尚可。截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 15.16 亿元，较上年底下降 8.86%，主要系未分配利润减少所致，所有者权益稳定性一般。在所有者权益中，实收资本为 4.32 亿元（占 28.52%）、资本公积合计 3.82 亿元（占 25.19%）、未分配利润合计 6.06 亿元（占 39.99%）、盈余公积合计 0.94 亿元（占 6.22%）。

2025 年，公司本部营业总收入为 9.10 亿元，利润总额为-1.08 亿元，投资收益为 0.04 亿元；公司本部经营活动现金流净额为 1.11 亿元，投资活动现金流净额为-0.46 亿元，筹资活动现金流净额为-0.80 亿元。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现与经营水平相匹配。

环境方面，作为制造类企业，公司在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物。为降低对环境的影响，契合国家双碳政策导向，公司制定并落实多项环保制度，公司对在建工程项目、作业场所进行环境因素识别和评估，建立生态环保监控监测体系，加强生产过程中生态环境污染风险源及污染物排放控制，并加强对项目部生态环保工作的过程管控，规避环境风险。2025 年，公司各主要废气污染物均在排污许可证范围内，实现达标排放。

社会责任方面，2025 年，公司结合企业自身发展战略，持续加强推动高校毕业生人才引进工作，重视高技能人才的培养。公司按照现代企业制度要求，继续健全市场化薪酬分配机制，保障职工工资支付，建立长效机制，健全和谐劳动关系。公司遵循《安全生产法》《消防法》等法律法规，自上而下形成全员安全生产责任制，每年签订安全生产责任书，完善丰富安全教育培训机制。2025 年，公司安全生产投入为 261.17 万元，全年未发生一般及较大安全生产事故。

治理方面，公司按照《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》等法律法规要求，不断完善公司的法人治理，形成了以股东大会、董事会与管理层各司其职、运营有效的制衡机制，治理结构和内控制度较为完善。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、债券偿还能力分析

2025 年，公司经营活动现金流入量对“艾录转债”余额的保障程度较高，考虑到未来转股因素，公司对“艾录转债”的保障能力或将增强。

截至 2026 年 3 月底，公司存续债券“艾录转债”余额为 1.78 亿元。2025 年，公司现金类资产、经营活动现金和 EBITDA 对“艾录转债”的覆盖程度较高，公司对存续债券偿付能力较强。

此外，“艾录转债”设置了转股价格修正条款、有条件赎回条款等，有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，公司对“艾录转债”的保障能力或将增强。

图表 20 • 公司存续债券偿还能力指标

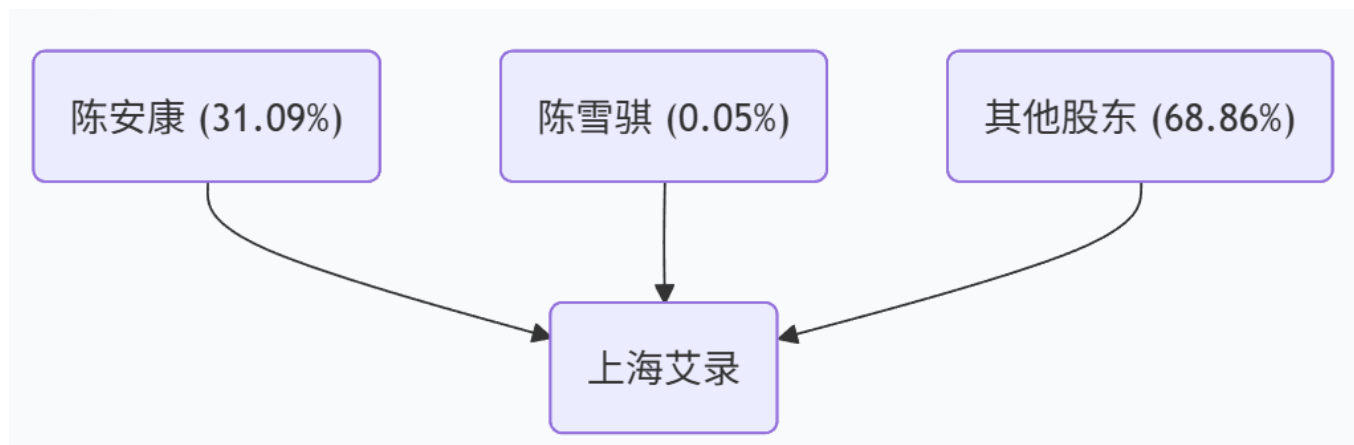
项目	2025 年
待偿债券余额（亿元）	1.78
现金类资产/待偿债券余额（倍）	1.38
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	5.11
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	0.66
EBITDA/待偿债券余额（倍）	0.02

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

八、跟踪评级结论

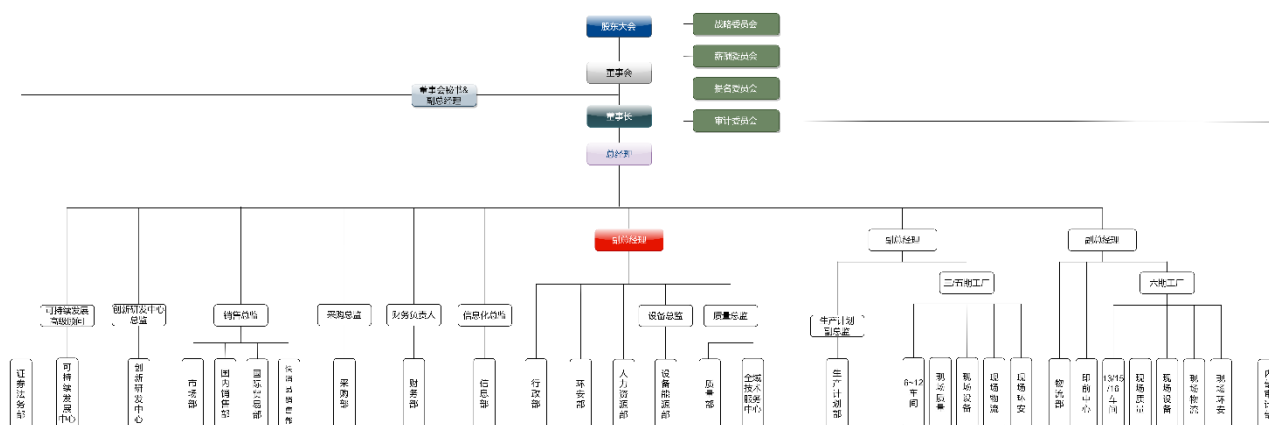
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定下调公司主体长期信用等级为 A，下调“艾录转债”的信用等级为 A，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2026 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
锐派包装技术（上海）有限公司	4000.00	智能灌装、包装系统的研发、生产、销售	100.00%	--	非同一控制下企业合并
上海艾鲲新材料科技有限公司	5615.00	日化包材的研发、生产、销售	58.52%	--	新设成立
上海赢悠实业有限公司	50.00	贸易	100.00%	--	新设成立
上海艾创包装科技有限公司	42000.00	工业用纸包装、塑料包装的研发、生产、销售	100.00%	--	新设成立
南通艾录新能源科技有限公司	5000.00	光伏背板膜的研发、生产、销售	73.00%	--	新设成立
南通艾纳新能源科技有限公司	5000.00	光伏复合材料边框的研发、生产、销售	51.50%	--	新设成立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.58	2.45	2.52
应收账款（亿元）	2.86	2.88	2.75
其他应收款（亿元）	0.12	0.04	0.04
存货（亿元）	3.55	3.24	3.45
长期股权投资（亿元）	0.39	0.40	0.40
固定资产（亿元）	12.29	15.71	15.50
在建工程（亿元）	4.47	1.52	1.54
资产总额（亿元）	29.35	28.21	28.20
实收资本（亿元）	4.32	4.32	4.33
少数股东权益（亿元）	0.03	-0.13	-0.12
所有者权益（亿元）	15.35	13.49	13.53
短期债务（亿元）	2.17	2.02	2.15
长期债务（亿元）	6.22	7.26	7.74
全部债务（亿元）	8.39	9.29	9.89
营业总收入（亿元）	11.91	11.74	2.68
营业成本（亿元）	9.33	9.56	2.15
其他收益（亿元）	0.14	0.10	0.02
利润总额（亿元）	0.44	-1.34	-0.02
EBITDA（亿元）	1.71	0.03	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.34	8.49	2.19
经营活动现金流入小计（亿元）	11.05	9.10	2.48
经营活动现金流量净额（亿元）	2.34	1.17	0.52
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.92	-2.22	-0.66
筹资活动现金流量净额（亿元）	-1.17	0.94	0.30
财务指标			
净营业周期（天）	140.60	141.79	--
应收账款周转次数（次）	4.63	4.09	--
存货周转次数（次）	2.92	2.82	--
总资产周转次数（次）	0.42	0.41	--
现金收入比（%）	78.48	72.32	81.48
EBITDA 利润率（%）	14.35	0.26	--
总资产报酬率（%）	2.54	-3.85	--
净资产收益率（%）	1.99	-10.30	--
长期债务资本化比率（%）	28.83	35.00	36.38
全部债务资本化比率（%）	35.34	40.77	42.24
资产负债率（%）	47.70	52.17	52.04
流动比率（%）	127.02	125.30	137.06
速动比率（%）	80.28	80.01	85.07
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.23	1.19	--
现金短期债务比（倍）	1.19	1.21	1.17
EBITDA 利息倍数（倍）	5.29	0.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.91	301.25	--

注：1. 公司 2026 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. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	2.28	2.08	/
应收账款（亿元）	2.85	2.72	/
其他应收款（亿元）	3.29	2.52	/
存货（亿元）	2.74	2.20	/
长期股权投资（亿元）	5.63	5.20	/
固定资产（亿元）	5.61	5.23	/
在建工程（亿元）	0.13	0.09	/
资产总额（亿元）	23.29	20.82	/
实收资本（亿元）	4.32	4.32	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	16.63	15.16	/
短期债务（亿元）	2.01	1.51	/
长期债务（亿元）	1.86	1.72	/
全部债务（亿元）	3.86	3.23	/
营业总收入（亿元）	11.09	9.10	/
营业成本（亿元）	8.33	7.09	/
其他收益（亿元）	0.12	0.08	/
利润总额（亿元）	1.33	-1.08	/
EBITDA（亿元）	1.54	-0.99	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.77	8.89	/
经营活动现金流入小计（亿元）	9.34	9.12	/
经营活动现金流量净额（亿元）	1.86	1.11	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.88	-0.46	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.05	-0.80	/
财务指标			
净营业周期（天）	127.08	148.95	/
应收账款周转次数（次）	4.37	3.27	/
存货周转次数（次）	3.43	2.87	/
总资产周转次数（次）	0.48	0.41	/
现金收入比（%）	79.01	97.71	/
EBITDA 利润率（%）	13.84	-10.90	/
总资产报酬率（%）	6.64	-4.50	/
净资产收益率（%）	7.24	-6.59	/
长期债务资本化比率（%）	10.04	10.19	/
全部债务资本化比率（%）	18.85	17.58	/
资产负债率（%）	28.59	27.21	/
流动比率（%）	242.42	253.16	/
速动比率（%）	183.53	194.91	/
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.88	2.35	/
现金短期债务比（倍）	1.14	1.37	/
EBITDA 利息倍数（倍）	7.58	-11.37	/
全部债务/EBITDA（倍）	2.52	-3.26	/

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未披露；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. “/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
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	
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
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

应收账款周转天数=360/应收账款周转次数

存货周转天数=360/存货周转次数

应付账款周转天数= 360/(营业成本/平均应付账款)

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断