



2023年宁波家联科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2023年宁波家联科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券2024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
家联转债	AA-	AA-

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：两部委联合发布管理办法，进一步加速可降解塑料对传统塑料的替代，宁波家联科技股份有限公司（以下简称“公司”或“家联科技”，股票代码：“301193.SZ”）作为行业领先企业或将享受行业集中度提升红利；同时中证鹏元也注意到，中美贸易摩擦对塑料制品行业影响大，需关注后续贸易政策变化，公司2023年盈利能力指标大幅下滑，未来公司盈利趋势或将继续波动，公司外币计价的货币资金及应收账款面临一定汇率波动风险，公司存在一定大客户依赖，且产能扩张较快，若市场开拓不及预期，则面临较大的产能消化风险等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	40.36	41.14	29.13	20.65
归母所有者权益	17.23	16.88	15.11	13.58
总债务	15.89	16.10	8.12	4.97
营业收入	4.99	17.21	19.76	12.34
净利润	0.42	0.27	1.76	0.71
经营活动现金流净额	0.53	1.46	6.54	1.08
净债务/EBITDA	--	2.81	0.25	-1.88
EBITDA 利息保障倍数	--	15.05	16.21	11.89
总债务/总资本	45.92%	46.70%	32.61%	26.81%
FFO/净债务	--	31.56%	336.37%	-40.41%
EBITDA 利润率	--	14.69%	15.50%	13.96%
总资产回报率	--	1.35%	8.33%	5.72%
速动比率	1.00	1.21	1.04	1.75
现金短期债务比	1.00	1.60	1.15	2.02
销售毛利率	19.33%	19.23%	22.24%	18.02%
资产负债率	53.63%	55.33%	42.40%	34.24%

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

评级日期

2024年6月21日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：崔彬杨
cuiby@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

优势

- **两部委出台政策加速可降解塑料对传统塑料的替代，公司作为行业领先企业，或将享受行业集中度提升红利。**公司主要销售区域遍及境内外，客户包括国内外知名的商超、餐饮巨头，作为行业领先企业在可降解塑料方面实现了一定技术积累；2023年商务部、发展改革委联合制定并发布的办法《商务领域经营者使用、报告一次性塑料制品管理办法》，并于2023年6月施行，进一步加速可降解塑料对传统塑料的替代，行业内资源或将加速整合，落后产能将被逐步淘汰，公司作为行业领先企业，在可降解塑料制品方面仍具备一定竞争优势，有望享受集中度提升红利。

关注

- **中美贸易摩擦对塑料制品行业影响大，需关注贸易政策变化对公司海外收入的影响。**公司塑料制品主要出口至欧美，2018年以来，中美贸易摩擦反复升级，我国出口至美国的部分塑料制品也在美方加征关税的清单之列，一次性PP塑料吸管的关税由3.10%提高至28.10%，纸制品在2018、2019年的两次加税后关税由0.00%升至25%，塑料杯盘的关税在2020年豁免后仍维持在14.00%的高点。跟踪期内公司为对冲贸易政策风险，已于泰国投资设厂，但泰国的政策、法律、商业环境与国内存在较大差异，存在项目实施进度以及投资收益不及预期风险，未来仍需关注贸易政策变化对公司海外收入的影响。
- **公司利润水平及盈利能力指标大幅下滑，未来公司盈利趋势或将继续波动。**受北美及欧洲等市场需求波动影响，公司毛利率较高的外销收入规模下降，同时公司新增产能消化较慢，未形成规模效应，导致单位产品摊销的制造费用增加。综合影响下公司2023年利润水平及盈利能力指标均下滑，其中净利润水平同比下降84.55%，盈利能力指标中EBITDA利润率因剔除了折旧和摊销影响，同比仅下滑0.81个百分点，总资产回报率则大幅下滑。考虑到公司新增产能的投入仍在持续，尚需一定时间消化，且海外市场 and 原材料价格波动的因素仍在持续，公司后续盈利趋势或将继续波动
- **公司海外销售占比高，且销售与采购多数以外币计价，面临一定汇率波动风险。**公司2022-2023年境外销售占比均超50%，部分原材料从境外采购，公司原材料进口、境外销售主要以美元计价结算，汇率波动将直接影响公司原材料的采购成本和产品的价格竞争力。同时，公司原材料采购形成的应付款项至付款期间、公司产品销售形成的应收款项至收款期间，汇率波动产生的汇兑损益将直接影响公司经营成果，2022-2023年公司分别实现汇兑收益0.27亿元和0.04亿元。截至2023年末，公司以外币计价的货币资金0.79亿元、应收账款1.86亿元，其中大部分以美元计价，需关注美元汇率波动对公司损益的影响。
- **公司客户集中度较高，存在一定大客户依赖。**跟踪期内公司继续与国内外知名零售商和餐饮巨头长期合作，客户整体较为优质且稳定，但公司2022-2023年前五大客户集中度分别为42.17%和45.08%，且对于第一大客户的销售金额占比保持在10%以上，客户集中度较高且存在一定大客户依赖。
- **公司产能扩张较快，若市场开拓不及预期，则面临较大的产能消化风险。**公司IPO之后通过收并购及新建产线等方式快速扩张产能，2023年末，公司全品类产品设计产能为14.40万吨，2023年的产能利用率为63.24%，若在建项目及拟建的本期债券募投项目全部建成投产，将在2025年底前新增较多产能，考虑到公司目前产能利用率仍待提高，若未来市场开拓不及预期，则面临较大的产能消化风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为细分行业领先企业，建立了一定的品牌认知度，预计未来公司经营将保持稳定，公司收入规模有望进一步提升。

同业比较（单位：亿元、天）

指标	茶花股份	公司（2023）	恒鑫生活	富岭股份	公司（2022）
总资产	14.67	41.14	12.08	15.49	29.13

营业收入	6.57	17.21	10.88	21.54	19.76
净利润	0.05	0.27	1.66	2.53	1.76
销售毛利率	25.29%	19.23%	-	22.30%	22.24%
资产负债率	19.04%	55.33%	-	42.99%	42.40%
存货周转天数	118.06	90.60	-	67.48	73.65

注：（1）“-”表示未公告，茶花股份指标为 2023 年数据；恒鑫生活及富岭股份为上市申报企业，未公告 2023 年数据，表格指标为 2022 年数据；

资料来源：iFind，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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	6/9
	行业&运营风险状况	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。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了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。

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
家联转债	7.50	7.50	2023-4-14	2029-12-22

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2023年12月22日发行6年期7.5亿元可转换公司债券，募集资金计划用于年产10万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目。截至2024年5月31日，“家联转债”募集资金专项账户一余额为0.12亿元，“家联转债”募集资金专项账户二余额为2.56亿元，“家联转债”募集资金专项账户三余额为0。

三、发行主体概况

2023年3月，公司公告《关于2022年度利润分配及资本公积金转增股本方案的公告》，向全体股东每10股派送现金股利3.00元，合计派送现金股利0.36亿元，并以公积金转增股本，每10股转增6股，公司总股本由1.20亿股增加至1.92亿股。跟踪期内公司控股股东及实际控制人持股比例无变化。

截至2024年3月末，公司第一大股东王熊持股38.16%，实际控制人王熊、林慧勤夫妇通过直接或间接方式合计持股比例45.93%，公司控股股东及实际控制人持有的公司股权暂无质押情况。

表1 截至 2024 年 3 月末公司前十大股东持股情况（单位：股）

序号	股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
1	王熊	境内自然人	38.16%	73,264,800
2	张三云	境内自然人	16.88%	32,400,000
3	宁波镇海金塑股权投资管理合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	7.50%	14,400,000
4	赵建光	境内自然人	5.63%	10,800,000
5	宁波镇海金模股权投资管理合伙企业(有限合伙)	境内非国有法人	3.00%	5,760,000
6	蔡礼永	境内自然人	2.63%	5,040,000
7	招商证券资管一招商银行一招商资管家联科技员工参与创业板战略配售集合资产管理计划	其他	1.35%	2,598,112
8	林慧勤	境内自然人	1.22%	2,335,200
9	张树林	境内自然人	1.06%	2,040,480
10	天津龙马汇投资管理有限公司一龙马汇双流 1 号私募证券投资基金	其他	0.60%	1,159,700

资料来源：公司 2024 年第一季度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，公司在泰国设立子公司 Home Richfull Technology(Thailand)Co.,Ltd（以下简称“泰国家享”），并以48,984.33万泰铢购买泰国罗勇府 Baankai 县 Nongbua 区的 WHA 罗勇工业区中地块编号为 J82 和 J86 号地块，地块总面积约362.376亩，未来用于投资建设泰国生产基地。需要关注的是，泰国的政策、法律、商业环境与国内存在较大差异，存在项目实施进度以及投资收益不及预期的风险。

2023年及2024年一季度公司合并报表范围变化情况详见下表，截至2024年3月末公司合并范围内子公司情况见附录四。

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况

方向	子公司名称	持股比例	合并方式
增加	东莞怡联科技有限公司	100.00%	投资新设
增加	Home Richfull Technology(Thailand)Co.,Ltd	100.00%	投资新设
增加	宁波家伊科技有限公司	100.00%	投资新设

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

日用塑料制品可分为传统塑料制品和可降解塑料制品，其中传统日用塑料制品行业集中度低，可降解日用塑料制品行业仍处于发展初期，2023年两部委联合发布一次性塑料制品管理办法并实施，或将推动可降解塑料快速发展

日用塑料制品是塑料行业的重要分支，覆盖生活中的各个领域。其中，塑料餐饮具包括餐盒、盘、碟、刀、叉、筷、碗、杯、罐、壶、吸管等，下游应用集中在餐饮行业、民用航空、家庭日用消费等领域；塑料家居用品包括收纳盒、储物箱、小桌椅等小型家居用品。从产品分类看，根据塑料制品的环保属性可将其分为传统塑料制品和可降解塑料制品。

传统日用塑料制品的材料多采用PE、聚丙烯（PP）、聚苯乙烯（PS）、PET等，生产通常采用注塑、吸塑等工艺，其技术工艺已相对成熟稳定，行业进入壁垒低，除永新股份、茶花股份等头部企业外，大多数企业规模较小，家庭作坊式的企业普遍存在。头部企业凭借先进的生产设备、精密的模具和自动化的生产线获取国内外高端客户市场份额和相对较高的议价能力，而非头部企业生产设备自动化水平低，产品设计研发以模仿为主，产品同质化情况严重且产品质量粗糙、结构单一，无法树立自身品牌形象，主要占据低端市场。

我国可降解塑料行业发展起步较晚，可降解塑料按照原材料分为以聚乳酸（PLA）、聚羟基烷酸酯（PHA）、淀粉基塑料等为代表的生物基可降解塑料和以PBS/PBSA、聚己二酸对苯二甲酸丁二醇酯（PBAT）、PCL等为代表的石油基可降解塑料，其中以PLA和PBAT的未来应用场景最为广阔。从工艺来看，可降解塑料制品的生产工艺与传统制品相似，但是针对PLA等生物降解材料的改性，行业头部企业具有较高的研发水平。相比于传统塑料，可降解塑料的成本更高，成本压力限制了可降解塑料渗透率的快速提升。

海外各国自2018年起开始陆续出台限塑相关政策，2020年我国出台《关于进一步加强塑料污染治理的意见》。国内限塑政策出台后，低附加值产品逐渐被高质量、可降解的高附加值产品取代，落后产能加速淘汰，行业集中度提升，国内生物降解塑料进入快速发展阶段，行业头部企业加速可降解塑料技术研发。2023年商务部、发展改革委联合制定并发布《商务领域经营者使用、报告一次性塑料制品管理办法》（以下简称“《一次性塑料制品管理办法》”），并于2023年6月施行，进一步加速可降解塑料对

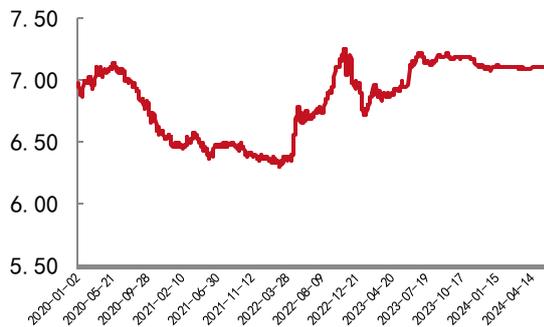
传统塑料的替代，行业内资源或将加速整合，集中度或将进一步上升，产品质量和品牌建设越来越成为行业内企业提升竞争力的关键。

塑料制品主要出口到欧美地区，需关注相关国家或地区的限塑政策变化；中美贸易摩擦对塑料制品行业影响大，需关注贸易政策和汇率波动风险；随外卖、餐饮市场需求扩张，国内塑料餐饮制品需求增长，龙头或将享受行业集中度提高红利

塑料制品主要需求地为欧美地区，我国则是世界上最大的塑料生产国。据国家统计局数据，2023年我国塑料制品行业汇总统计企业完成产量7,488.5万吨，同比增长3.0%。受外部需求低迷影响，塑料制品年度出口增长率6年来首次由正变负，2023年我国塑料制品出口金额1,008.1亿美元，同比下降3.9%。目前海外主要国家和地区均颁布了不同限制程度和实施进度的限塑环保政策，其中北美、欧洲地区主要涉及一次性塑料吸管、餐具，大洋洲则主要针对塑料袋，未来仍需关注海内外相关限塑法令的口径变化对塑料制品的出口带来的影响。

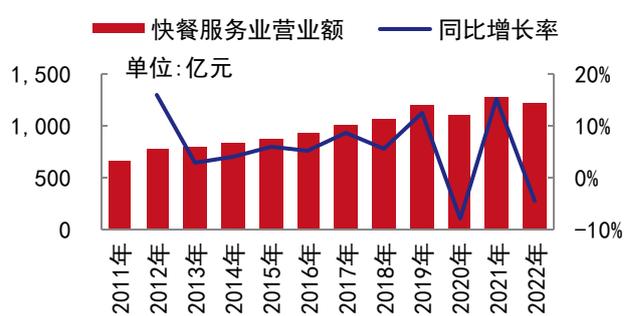
2018年以来，中美贸易摩擦反复升级，我国出口至美国的塑料制品也在美方加征关税的清单之列。其中，一次性PP塑料吸管的关税由3.10%提高至28.10%，纸制品在2018、2019年的两次加税后关税由0.00%升至25%，塑料杯盘的关税在2020年豁免后仍维持在14.00%的高点。另外，近年中美汇率波动加剧，对出口企业的汇兑成本管控形成较大挑战。2020年5月以来，人民币缓慢波动升值，2022年3月至11月，受美联储加息、国内经济增速放缓等因素影响，人民币进入贬值通道，从6.3185下探至7.3275，2022年11月至2023年2月，经济恢复预期推动人民币快速升值，但2月PMI数据引起预期变化，叠加美元持续加息影响，人民币逐渐走弱，至2023年末，逐渐稳定在7.0-7.1区间。考虑到国产塑料制品较大的出口规模以及关税和汇率在进出口贸易中的关键地位，未来仍需关注贸易政策和汇率波动风险。

图1 2023年以来中美汇率高位波动



资料来源：iFind，中证鹏元整理

图2 2011年以来快餐服务业营业额快速增长



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

国内塑料餐饮具下游主要应用于外卖、快餐及咖啡茶饮等领域，下游市场扩张和行业高连锁化趋势将带动塑料餐饮制品需求增长。一方面，我国外卖、快餐、茶饮等行业的迅速放量为塑料餐饮具带来了广泛的需求。国家统计局数据显示，我国快餐服务业营业额由2011年的671.62亿元提升至2022年的

1,212.56亿元，其中2022年小幅下滑但总体增势稳健，塑料餐饮具作为与快餐服务业强绑定的消费品发展空间广阔；另一方面，餐饮产业链正在逐渐朝着下游高连锁化率的趋势发展，随餐饮业的连锁化和规范化，客户更青睐于与产品优质安全的大型厂商合作，高污染高能耗的落后产能将被逐步淘汰，龙头有望享受集中度提升红利。

塑料制品原材料和石油存在强相关关系，需关注石油价格波动对上游原材料的影响

塑料制品主要原材料为PP和PS，均为通用化工产品，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。PP、PS价格与原油价格呈现较强的正相关关系，受原油价格波动影响，2020年以来PP、PS价格波动较大。受需求减少及主要石油生产国价格战导致的供给增多影响，2020年全球石油价格处于历史底部。2021年以来，需求逐渐回暖，叠加全球主要经济体实施宽松货币政策共同推动油价快速上涨。2022年6月随着美元加息等因素影响，由2022年初俄乌冲突导致的供给侧风险逐步向需求侧风险过渡，油价和塑料原材料价格同时步入下行通道，至2023年3月已下跌至2021年水平。2023年4月，OPEC意外减产，原油价格带动PS价格宽幅震动，随OPEC减产持续，原油价格持续走高，其后因减产执行不及预期，且下游需求面利多利空因素相互交织，原油价格小幅震荡，PS及PP价格则相对稳定。考虑到中东地缘冲突风险仍在持续且OPEC减产计划将持续至2025年，原油价格后续或将继续波动。

图3 主要原材料 PP、PS 价格与原油价格相关，近年波动较大



资料来源: iFind, 中证鹏元整理

在原材料价格大幅波动时，行业内大中型企业可以通过套期保值等金融衍生品业务对冲部分成本风险，提高生产成本的稳定性，但仍需关注相应波动风险。

五、经营与竞争

公司作为塑料制品领先企业，仍存在一定大客户依赖；公司对北美地区销售占比高，虽然公司已经在泰国投资设厂以对冲政策风险，但考虑到中美贸易摩擦加剧，仍需关注贸易政策变化；公司提前布局PLA改性，实现了一定技术积累，在可降解塑料制品方面仍具备一定竞争优势，但产能扩张较快叠加订单量下降，产能利用率大幅下滑，仍面临较大产能消化风险

跟踪期内公司主要业务无变化，仍经营塑料制品、生物全降解材料制品及纸制品的研发、生产与销售。营业收入方面，受益于下游客户对可降解制品需求增加，2023年公司生物全降解制品收入规模同比增长，但受贸易保护及北美通货膨胀加剧等因素的影响，2023年海外塑料制品收入大幅下滑，综合影响下公司营业收入有所下滑。毛利率方面，由于产能利用率下降，公司在生产制造过程中难以形成规模化效应，导致单位产品摊销的制造费用增加，公司主要产品毛利率同比均下降。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
塑料制品	13.01	75.59%	20.01%	16.58	83.91%	22.70%
生物全降解制品	2.62	15.24%	18.27%	1.40	7.09%	23.39%
纸制品及其他	1.58	9.17%	14.28%	1.78	9.01%	17.08%
合计	17.21	100.00%	19.23%	19.76	100.00%	22.24%

资料来源：公司 2022-2023 年年报，中证鹏元整理

➤ **市场分布和客户结构**

销售模式方面，公司仍通过直销模式进行销售。公司销售区域仍主要为境外，但受下游客户备货周期影响，2023年境外收入规模大幅下滑，同比下降幅度超30%，其中北美及欧洲区域下滑最为严重。2024年一季度，随下游客户重启备货，公司境外销售收入有所恢复。境内方面，随国内消费市场复苏及公司对于新茶饮等连锁客户的拓展，公司2023年境内销售额增长较快。

需要关注的是，公司在北美的销售收入占比高，2018年以来，中美贸易摩擦反复升级，我国出口至美国的部分塑料制品也在美方加征关税的清单之列，考虑到国产塑料制品较大的出口规模以及关税在进出口贸易中的关键地位，未来仍需关注贸易政策变化。

表4 公司分区域营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

区域	2023年			2022年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境外	9.88	57.40	22.93	15.25	77.16	23.92
其中：北美	7.44	43.24	25.29	11.89	60.17	26.33
欧洲	1.54	8.96	9.90	2.46	12.44	11.94
大洋洲	0.49	2.86	31.46	0.58	2.96	26.90
亚洲（除中国大陆）	0.30	1.72	17.46	0.13	0.66	19.12
其他	0.11	0.61	22.80	0.18	0.93	22.11
境内	7.33	42.60	14.25	4.51	22.84	16.57
合计	17.21	100.00	19.23	19.76	100.00	22.24

资料来源：公司提供

客户方面，跟踪期内公司继续与国内外知名零售商和餐饮巨头长期合作。由于公司客户多为知名跨国企业，往往设定了较高的供应商准入条件，对产品外观、性能、质量及安全环保性有细致化要求，也

极为注重供应商生产环境和生产流程管理，公司在满足客户需求的同时也建立了较好的产品力，并在业内形成了较高的品牌认知度，逐步成长为行业领先企业。

整体而言，虽然公司客户整体较为优质且稳定，但公司2022-2023年前五大客户集中度分别为42.17%和45.08%，且对于第一大客户的销售金额占比保持在10%以上，客户集中度较高且存在一定大客户依赖。定价方面，公司仍采取成本加成法定价以确保利润空间。结算方面，公司对于客户的信用政策仍为发货后30-90天电汇结算。

➤ 成本控制

公司成本构成仍以材料成本和制造费用为主，材料成本及制造费用占营业成本比重在90%左右，原材料、能源等价格仍然是公司产品成本的决定因素。

表5 公司成本构成情况（单位：亿元）

成本分类	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	10.12	72.77%	11.92	77.58%
人工成本	0.97	6.96%	1.14	7.41%
制造费用	2.48	17.85%	2.00	13.00%
运输服务费	0.34	2.42%	0.31	2.01%
合计	13.91	100.00%	15.37	100.00%

资料来源：公司2022-2023年年报，中证鹏元整理

原材料方面，主要影响公司材料成本的原材料仍主要为PP、PS和PLA材料，市场价格主要取决于原油价格，公司对于作为大宗商品的原材料采购的议价能力不高，采购价格基本随行就市，从原油价格来看，2022年以来受美元加息等因素影响油价呈现波动下行，公司的采购单价因此也有所下降。

虽然公司在定价时采取成本加成法定价，确保了一定的利润空间，但公司从原料采购到生产销售需要一定时间，且在安排生产计划时会维持一定量的库存储备，原材料价格波动会影响公司盈利及出货价格的稳定性。考虑到中东地缘冲突风险仍在持续且OPEC减产计划将持续至2025年，原油价格及公司原材料采购价格或将波动，公司面临一定原材料价格波动风险。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：万元、元/吨）

项目	2023年		2022年	
	采购金额	采购单价	采购金额	采购单价
PP	26,223.02	7.38	33,223.91	7.75
PS	16,597.59	7.84	33,799.53	8.94
PLA	18,380.00	15.81	4,973.11	20.71
合计	61,200.61	-	71,996.55	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供应商方面，公司2022-2023年前五大供应商集中度分别为35.24%和31.28%，供应商集中度仍不高，主要采购物品为PP、PS等大宗商品及电力能源，市场供应商众多且价格透明度高，不存在对供应商的重大依赖。

➤ 生产与在建项目

生产技术方面，随着国内外限塑政策施行，可降解材料相关技术逐步成为研发竞争的主要阵地，公司仍维持在生物降解材料改性及制品研发方面的相对领先地位。2023年，公司仍维持了一定强度的研发投入。截至2023年末，公司及子公司拥有有效专利共计176项，主持和参与了1项国际标准、17项国家标准及8项团体标准的制定。总体而言，公司提前布局PLA改性，实现了一定技术积累并持续进行研发投入，在可降解塑料制品方面仍具备一定竞争优势。

生产方面，受益于以销定产的生产政策，公司2023年产销率仍保持较高水平。产能方面，公司产线地区分布仍主要集中于浙江宁波和广西，随着在建产线投产，公司产能有所增长，产能利用率则在订单量下降和产能增长双重作用下而大幅下降。分产品来看，公司2023年生物全降解制品产能利用率有所上升，塑料制品产能利用率则大幅下降。

表7 2022-2023年公司生产情况（单位：万吨）

年份	产品类型	销量	产量	产能	产销率	产能利用率
2023年	塑料制品	7.34	7.60	12.32	96.68%	61.64%
	生物全降解制品	0.93	0.97	0.99	95.11%	98.44%
	植物纤维制品	0.44	0.33	0.69	135.49%	47.31%
	纸制品及其他	0.22	0.21	0.39	105.51%	52.62%
	合计	8.93	9.10	14.40	98.11%	63.24%
2022年	塑料制品	9.44	9.45	11.30	99.87%	83.63%
	生物全降解制品	0.40	0.41	0.48	97.32%	84.94%
	纸制品及其他	0.72	0.94	1.24	76.73%	75.43%
	合计	10.56	10.80	13.02	97.77%	82.90%

注：公司2022年“纸制品及其他”类数据包括“植物纤维制品”。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司IPO及发行可转债后不断加大产能扩张的投资，截至2023年末，公司主要在建项目包括IPO募投项目、可转债募投项目及海外投资项目，项目预算数合计25.58亿元，累计已投入金额8.36亿元，其中“年产12万吨生物降解材料及制品、家居用品项目”为使用IPO超募资金建设的项目，拟使用超募资金1.50亿元，目前已投资金额中1.52亿元来自于IPO募集资金；“生物降解材料及制品研发中心建设项目”为IPO募投项目，项目建设资金全部来源于IPO募集资金，根据公司发布的《关于部分募投项目延期的公告》，该项目投资进度较为缓慢，公司为保证项目质量，决定将项目的建设期延长，预计达到预定可使用状态日期的时间由2024年6月调整至2025年6月；“年产10万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目”为本期债券募投项目。除上述项目外，公司在泰国布局的生产线已完成土地收购，正在建设中，建成后

有益于增强公司在海外市场的供应能力从而对冲贸易风险，但考虑到泰国的政策、法律、商业环境与国内存在较大差异，存在项目实施进度以及投资收益不及预期的风险。

表8 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	预算数	已投资金额
年产 10 万吨甘蔗渣可降解环保材料制品项目	9.04	3.33
年产 12 万吨生物降解材料及制品、家居用品项目	7.12	1.94
生物降解材料及制品研发中心建设项目	5.99	2.26
泰国塑料制品等生产项目	3.43	0.83
合计	25.58	8.36

注：总投资金额变化系口径变化，本表中预算数为可研报告里面的工程建设费用。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2023年末，公司全品类产品设计产能为14.40万吨，2023年的产能利用率为63.24%，若上述在建项目及拟建的本期债券募投项目全部建成投产，将在2025年底之前新增较多产能，考虑到公司目前产能利用率仍待提高，若未来市场开拓不及预期，则面临较大的产能消化风险。

➤ 营运资金管理

公司净营业周期持续维持在行业平均水平。公司下游客户主要系境内外知名大型客户，信用政策一般为电汇30天到90天，其中30天、45天、60天较多，跟踪期内公司应收账款及应收票据周转效率有所下降，但仍优于同行业茶花股份。2022年以来公司增加对上游供应商开具票据的规模，因此应付账款及应付票据周转天数逐年增长。此外，公司存货周转天数有所增加，存货管理水平有待提高。上述因素综合影响下，公司净营业周期逐年下降，营运资金管理水平优于行业平均水平。

表9 公司及可比公司营运效率相关指标（单位：天）

项目	茶花股份	富岭股份	公司		
	2023 年	2022 年	2023 年	2022 年	2021 年
应收账款及应收票据周转天数	66.13	32.95	62.54	40.39	44.17
应付票据及应付账款周转天数	23.25	34.54	170.90	105.89	96.93
存货周转天数	118.06	67.48	90.60	73.65	100.96
净营业周期	160.94	65.89	-17.76	8.15	48.20

注：富岭股份（A05926.SZ）处于上市申报阶段，未公告 2023 年年度数据；净营业周期=应收账款及应收票据周转天数+存货周转天数-应付账款及应付票据周转天数

资料来源：ifind，中证鹏元整理

六、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职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

2022年审计报告、浙江科信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

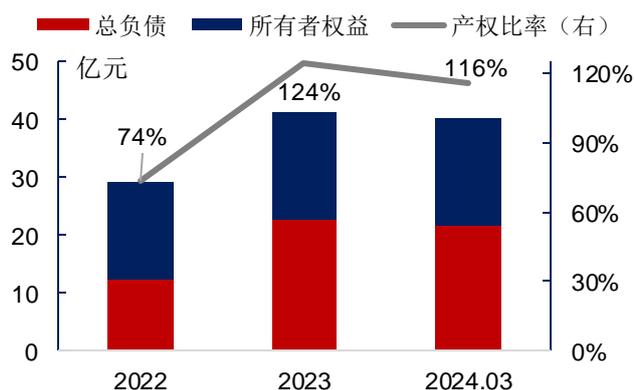
根据公司2023年年报，鉴于天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）已连续6年为公司提供年度审计服务，根据财政部、国务院国资委、证监会《国有企业、上市公司选聘会计师事务所管理办法》的相关规定，综合考虑公司业务发展情况和审计需求等情况，通过邀请招标的选聘方式，聘任浙江科信会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2023年度审计机构。跟踪期公司合并范围变化情况见表2。

资本实力与资产质量

公司2023年发行可转债增加较多负债，产权比率上升至较高水平；受益于对外投资力度的加大以及通过收购资产和项目投入等方式扩大产能，公司非流动资产规模增长较快，需关注新增资产的收益情况；公司以外币计价的货币资金及应收账款规模大，面临一定汇率波动风险，同时需关注存货、应收账款及商誉的减值风险

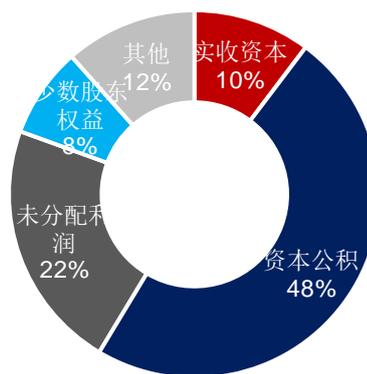
公司2023年发行本期债券7.50亿元，发行时确认应付债券5.58亿元，确认其他权益工具1.58亿元，确认递延所得税负债0.28亿元。受债务规模扩大影响，公司2023年末负债规模同比增长206.16%至22.76亿元，受益于利润积累和可转债发行账务处理影响，公司所有者权益规模同比增长37.83%至18.38亿元。受上述因素影响，公司2023年末产权比率大幅增长至123.84%，所有者权益对负债保障能力减弱。2024年一季度，随利润积累和短期债务偿还，公司产权比率有所下降，但仍处于较高水平。截至2023年末，公司所有者权益仍主要由资本公积、未分配利润、实收资本、其他权益工具等构成。

图4 公司资本结构



资料来源：公司2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

图5 2024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

受益于发行债券获得较多资金，公司2023年末货币资金规模同比增长25.44%至9.47亿元，其中美元、欧元等外币货币资金合计0.79亿元。公司货币资金中存放在境外的款项总额0.43亿元。2024年一季度，随归还银行贷款和支付各类工程款，公司货币资金规模同比下降40.04%至5.13亿元。公司应收账款规模

持续增长，截至2023年末有1.86亿元以外币计价的应收账款，其中大部分以美元计价。公司存货仍主要由原材料、库存商品等构成，账面价值逐年增长，其中原材料价格受石油价格影响面临一定波动，公司每年均计提了存货跌价准备，2022-2023年分别确认387.90万元和395.28万元的存货跌价减值损失，虽然其占账面余额比例较小，但考虑到公司存货规模扩张，存货仍面临一定减值风险。

非流动资产方面，公司固定资产仍主要系生产设备及房屋建筑物，随在建工程转入和新购置固定资产，规模有所增长，公司无形资产仍主要系土地使用权。公司在建工程主要是新增产能建设项目，随项目投入，规模增长较快。考虑到公司产能增长较快，2023年产能利用率水平仍待提高，需关注新增资产的后续收益情况。公司商誉仍为2022年收购家得宝及SUMTER公司产生的商誉，由于两公司业绩表现不及预期，经测试相关资产组价值低于账面价值，2023年共计提减值准备0.43亿元，未来若收购标的经营不及预期，公司商誉将面临进一步减值风险。

截至2023年末，公司受限资产账面价值合计3.63亿元，较2022年末有所下降，其中货币资金受限0.07亿元，固定资产、无形资产、在建工程分别因抵押借款受限2.89亿元、0.58亿元和0.09亿元。

整体来看，公司近年加大对外投资力度，通过收购资产和项目投入等方式扩大产能，非流动资产占比增长较快。公司以外币计价的资产较多，2022-2023年公司分别实现汇兑收益0.27亿元和0.04亿元，考虑到美元汇率受美元加息周期及地缘冲突等因素影响有所波动，公司资产面临一定汇率波动风险，同时存货、商誉面临一定减值风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.13	12.70%	9.47	23.01%	7.55	25.90%
应收账款	3.19	7.89%	2.98	7.25%	2.29	7.85%
存货	4.07	10.08%	3.98	9.66%	3.02	10.37%
流动资产合计	14.30	35.44%	17.84	43.35%	13.72	47.10%
固定资产	13.95	34.57%	13.98	33.98%	9.03	31.01%
在建工程	5.30	13.14%	3.41	8.29%	0.94	3.24%
无形资产	2.85	7.05%	2.50	6.08%	2.64	9.07%
商誉	0.94	2.33%	0.95	2.30%	1.38	4.73%
其他非流动资产	2.07	5.13%	1.46	3.54%	0.76	2.62%
非流动资产合计	26.06	64.56%	23.31	56.65%	15.41	52.90%
资产总计	40.36	100.00%	41.14	100.00%	29.13	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

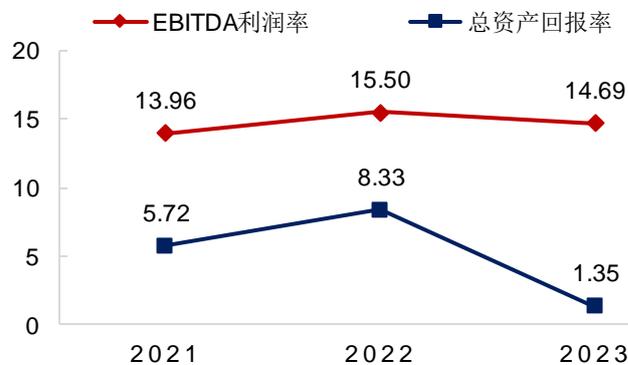
盈利能力

下游需求波动使公司毛利率较高的外销收入规模下滑，同时公司新增产能消化较慢，单位产品摊

销的制造费用增加，综合影响下公司盈利能力指标下滑；考虑到海外市场波动、原材料价格波动及新增产能消化等因素，未来公司盈利趋势或将继续波动

受北美及欧洲等市场需求波动影响，公司毛利率较高的外销收入规模下降，公司营收同比下滑，叠加新增产能消化较慢，未形成规模效应，导致单位产品摊销的制造费用增加，使得公司2023年盈利能力指标均下滑，其中EBITDA利润率因剔除了折旧和摊销影响，同比仅下滑0.81个百分点，总资产回报率则大幅下滑。考虑到公司新增产能的投入仍在持续，尚需一定时间消化，且海外市场和原材料价格波动的因素仍在持续，公司后续盈利趋势或将继续波动。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司经营活动现金流表现仍较好，但投资活动现金净流出规模大，自由现金流由正转负，考虑到公司未来一段时间内将继续维持较多的资本开支，公司杠杆水平或将继续提高

受产能扩大带来的融资需求增长影响，2023年公司应付债券和长期借款规模大幅增长，带动公司长期债务快速增长，2023年末公司总债务规模同比增长98.34%至16.10亿元，其中长期债务占比63.17%。

短期债务方面，公司短期借款规模下降，截至2023年末公司短期借款以抵押借款、保证借款和信用借款为主。公司应付票据仍以银行承兑汇票和信用证为主，规模有所波动。截至2023年末公司一年内到期的非流动负债规模因一年内到期的长期借款增加而有所增长。长期债务方面，公司2023年增加较多信用借款和保证+抵押借款，截至2023年末公司长期借款利率区间在2.80%-3.25%之间。公司2023年新增应付债券系发行的本期债券。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.88	4.05%	1.14	5.00%	1.84	14.93%

应付票据	3.94	18.18%	3.65	16.04%	4.90	39.68%
应付账款	2.96	13.69%	3.00	13.16%	1.65	13.37%
一年内到期的非流动负债	0.77	3.56%	1.14	5.01%	0.13	1.01%
流动负债合计	10.28	47.51%	11.47	50.37%	10.32	83.54%
长期借款	4.43	20.48%	4.38	19.22%	1.22	9.90%
应付债券	5.68	26.23%	5.59	24.57%	0.00	0.00%
非流动负债合计	11.36	52.49%	11.30	49.63%	2.03	16.46%
负债合计	21.65	100.00%	22.76	100.00%	12.35	100.00%
总债务合计	15.89	73.40%	16.10	70.74%	8.12	65.72%
其中：短期债务	5.58	25.79%	5.93	26.05%	6.87	55.61%
长期债务	10.31	47.61%	10.17	44.68%	1.25	10.11%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

经营活动现金流方面，受盈利水平下降影响，公司2023年经营活动净现金流同比大幅下降77.63%至1.46亿元。虽然公司净利润大幅下降，但剔除折旧和摊销等非付现成本增加的因素影响，公司2023年 EBITDA、FFO 分别同比下降17.43%和11.97%，降幅远低于净利润下降幅度。筹资现金流方面，受融资规模扩大、银行借款及可转债资金到账影响，公司筹资活动净现金流由负转正。投资活动方面，随公司扩大产线、投资购买土地，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长，导致公司2023年投资活动现金净流出7.80亿元，净流出额较2022年增长212.19%。综合影响下，公司2023年自由现金流由正转负，考虑到公司主要在建项目后续资本开支较大，预计未来投资活动现金将持续净流出。

受债务规模快速扩张影响，公司资产负债率、总债务/总资本等指标均有所弱化，EBITDA和FFO对公司净债务的保障程度均大幅下滑，整体而言，公司杠杆水平受债券发行影响而有所提高。考虑到公司未来一段时间内将继续维持较多的资本开支，自由活动现金流/净债务能很好地体现杠杆比率波动性，公司债务规模可能继续增加，杠杆水平或将继续提高。

表12 公司现金流及杠杆状况指标（单位：亿元）

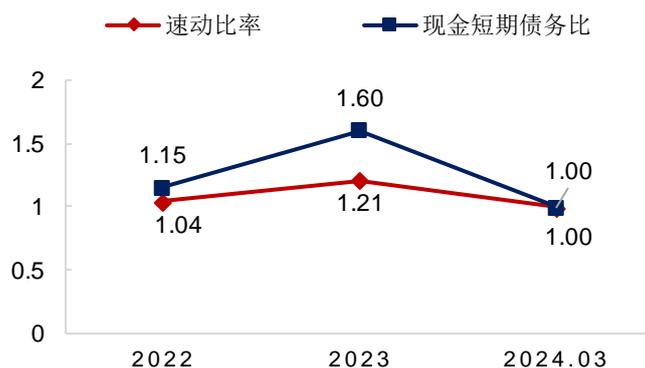
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动净现金流	0.53	1.46	6.54
FFO	-0.13	2.24	2.55
资产负债率	53.63%	55.33%	42.40%
净债务/EBITDA	--	2.81	0.25
EBITDA 利息保障倍数	--	15.05	16.21
总债务/总资本	45.92%	46.70%	32.61%
FFO/净债务	--	31.56%	336.37%
经营活动现金流/净债务	5.06%	20.57%	862.54%
自由现金流/净债务	-27.29%	-93.32%	303.75%

注：公司 2023 年自由现金流为负

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性表现方面，受益于本期债券募集资金到账导致货币资金规模增长，公司2023年末速动比率和现金短期债务比均有所提高，随现金类资产规模减少，公司流动性指标均下滑，截至2024年3月末公司现金短期债务比及速动比率均为1.00。截至2023年末，公司授信总额和未使用额度分别为20.55亿元和10.94亿元，融资弹性尚可。

图7 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

环境方面，根据公开查询信息及公司出具的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，近一年公司未有因空气污染和温室气体排放、废水和废弃物排放等事项而受到相关政府部门处罚的情况发生。

社会因素

社会方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，过去一年公司亦未有违规经营、产品发生质量或安全问题、拖欠员工工资等负面舆情事件出现。

公司治理

跟踪期内，公司董事蔡礼永、独立董事梅志成、独立董事孙方社、副总经理谢建友、副总经理周学恩任期届满离任，经股东大会选举新增董事林慧勤、独立董事赵芬、独立董事周晓燕。2024年4月，公司新增总经理马恒辉、副总经理周义刚。公司经营战略和管理模式无调整，组织架构方面，将技术研发部、智能制造部、质量部分别调整为研发中心、智能制造技术中心和质量中心，新增岚山工厂。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月13日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息中有一笔关注类短期借款，根据上海浦东发展银行宁波海曙支行提供的说明，系因银行客户经理未对公司详细说明，故公司将还款金额存入到美元结算账户，而未划转至美元贷款账户，导致系统最终未能正常扣款，造成公司该笔业务逾/欠期。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月3日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、结论

行业方面，2023年两部委发布并实施《商务领域经营者使用、报告一次性塑料制品管理办法》，公司作为行业领先企业，在PLA改性技术方面有一定先发优势，或将享受行业集中度提升红利。从经营竞争力来看，公司作为行业领先企业，销售区域遍及海内外，近年通过收并购及新建产线等方式快速扩张产能，若在建项目及拟建的本期债券募投项目全部建成投产，将在2025年底前新增较多产能。但需关注的是，中美贸易摩擦对塑料制品行业影响大，若贸易摩擦加剧导致贸易政策变化，将对公司营收及盈利水平产生较大影响；同时，公司目前产能利用率仍待提高，若未来市场开拓不及预期，则面临较大的产能消化风险。从偿债能力来看，受益于发行可转换债券，公司现金类资产规模增长，杠杆状况及流动性指标表现仍较好。整体而言，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“家联转债”的信用等级为AA-。

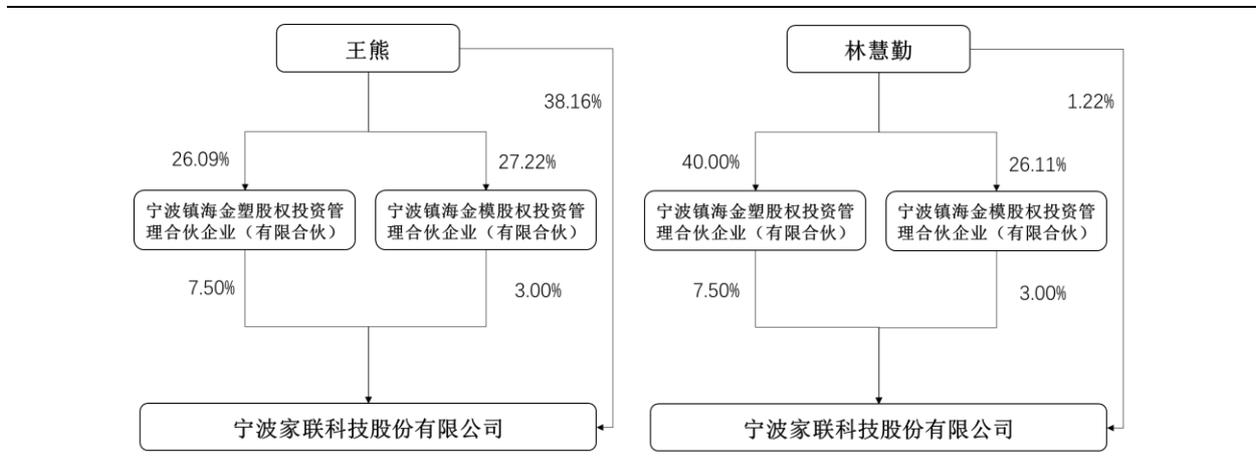
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	5.13	9.47	7.55	8.55
应收账款	3.19	2.98	2.29	1.48
存货	4.07	3.98	3.02	3.27
其他流动资产	0.75	0.56	0.17	0.14
流动资产合计	14.30	17.84	13.72	13.63
固定资产	13.95	13.98	9.03	4.81
在建工程	5.30	3.41	0.94	0.81
无形资产	2.85	2.50	2.64	0.70
其他非流动资产	2.07	1.46	0.76	0.21
非流动资产合计	26.06	23.31	15.41	7.01
资产总计	40.36	41.14	29.13	20.65
短期借款	0.88	1.14	1.84	2.51
应付票据	3.94	3.65	4.90	1.33
应付账款	2.96	3.00	1.65	1.16
一年内到期的非流动负债	0.77	1.14	0.13	0.40
流动负债合计	10.28	11.47	10.32	5.92
长期借款	4.43	4.38	1.22	0.72
应付债券	5.68	5.59	0.00	0.00
非流动负债合计	11.36	11.30	2.03	1.15
负债合计	21.65	22.76	12.35	7.07
总债务合计	15.89	16.10	8.12	4.97
其中：短期债务	5.58	5.93	6.87	4.24
所有者权益	18.71	18.38	16.78	13.58
营业收入	4.99	17.21	19.76	12.34
营业利润	0.57	0.21	1.88	0.57
净利润	0.42	0.27	1.76	0.71
经营活动产生的现金流量净额	0.53	1.46	6.54	1.08
投资活动产生的现金流量净额	-4.10	-7.80	-4.86	-1.56
筹资活动产生的现金流量净额	-0.82	9.40	-3.74	8.13
财务指标（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA	0.24	2.53	3.06	1.72
FFO	-0.13	2.24	2.55	1.31
净债务	10.47	7.11	0.76	-3.24
销售毛利率	19.33%	19.23%	22.24%	18.02%
EBITDA 利润率	--	14.69%	15.50%	13.96%
总资产回报率	--	1.35%	8.33%	5.72%

资产负债率	53.63%	55.33%	42.40%	34.24%
净债务/EBITDA	--	2.81	0.25	-1.88
EBITDA 利息保障倍数	--	15.05	16.21	11.89
总债务/总资本	45.92%	46.70%	32.61%	26.81%
FFO/净债务	--	31.56%	336.37%	-40.41%
经营活动现金流/净债务	5.06%	20.57%	862.54%	-33.41%
自由现金流/净债务	-27.29%	-93.32%	303.75%	14.80%
速动比率	1.00	1.21	1.04	1.75
现金短期债务比	1.00	1.60	1.15	2.02

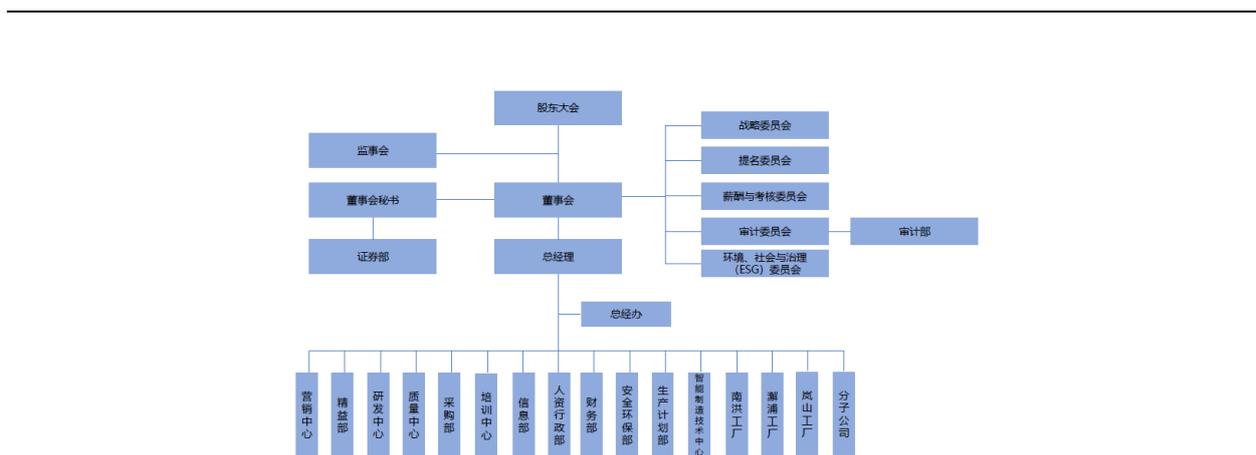
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	主要经营地	表决权比例	取得方式
宁波家宏精密模具科技有限公司	宁波市	100.00%	同一控制下企业合并
NINGBO (USA) HOME-LINK PLASTIC PRODUCT MFG.,LTD	美国	100.00%	投资设立
浙江家得宝科技股份有限公司	台州市	75.00%	非同一控制下合并
广西家得宝日用品有限公司	来宾市	75.00%	非同一控制下合并
江苏百仕得科技有限公司	徐州市	60.00%	非同一控制下合并
广西绿联生物科技有限公司	来宾市	100.00%	投资设立
家联电子商务（宁波）有限公司	宁波市	100.00%	投资设立
宁波泓怡科技有限公司	宁波市	66.67%	投资设立
Weissbach (SINGAPORE)PTE.LTD.	新加坡	100.00%	投资设立
Homelink Green House S.à.r.l	卢森堡	66.67%	投资设立
SUMTER EASY HOME,LLC	美国	66.67%	非同一控制下合并
Viobio International Inc.	美国	80.00%	投资设立
Viobio Market Place Inc	美国	80.00%	投资设立
Viobio Manufacture Inc	美国	80.00%	投资设立
Gr ünquelle GmbH	德国	100.00%	投资设立
东莞怡联科技有限公司	东莞市	100.00%	投资设立
Home Richfull Technology(Thailand)Co.,Ltd	泰国	100.00%	投资设立
宁波家伊科技有限公司	宁波市	100.00%	投资设立

资料来源：公司提供

附录五 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。