



江苏裕兴薄膜科技股份有限公司

2025 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2025]跟踪 0154 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2025 年 4 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	江苏裕兴薄膜科技股份有限公司	A ⁺ /稳定
--------------	----------------	--------------------

本次跟踪债项及评级结果	“裕兴转债”	A ⁺
-------------	--------	----------------

跟踪评级原因 根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

评级观点 本次跟踪将江苏裕兴薄膜科技股份有限公司（以下简称“裕兴股份”或“公司”）主体信用等级由 AA⁺调降至 A⁺，评级展望为稳定；将“裕兴转债”信用等级由 AA⁺调降至 A⁺，上述评级调整主要基于功能性聚酯薄膜行业供需失衡叠加光伏用聚酯薄膜需求不足对公司传统优势产品造成冲击，公司自 2023 年第三季度以来持续亏损，受上下游账期错配及盈利情况弱化影响，经营活动净现金流持续呈现净流出状态，跟踪期内相关偿债指标下滑。公司已拓展电子光学类细分产品，但新产品推广批量小且良率不高，转型成效尚未大规模显现，未来新产品的大客户导入及市场拓展情况有待观察。公司在建项目延期，需关注项目建设进展、未来市场需求变化对产能消化和预期效益实现的影响。同时中诚信国际也肯定了公司具有一定行业地位和研发实力，可为业务发展提供一定支持以及融资渠道较为畅通，定增事项的完成有助于缓解公司流动性压力等因素对公司整体信用实力的支持。

评级展望 中诚信国际认为，江苏裕兴薄膜科技股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司产品结构调整成效显著，公司盈利及获现能力明显改善且具有可持续性，偿债能力提升，抗风险能力增强。

可能触发评级下调因素：公司行业地位大幅下降，产品价格持续下行、产品结构调整不及预期，经营性盈利能力持续下滑、现金流情况恶化导致流动性压力；控股权不稳定严重影响生产经营或其他导致信用水平显著下降的因素。

正 面

- 公司具有一定的行业地位和研发实力，可为业务发展提供一定支持
- 公司为上市公司，资本市场融资渠道较为畅通，定增事项完成有助于缓解公司流动性压力

关 注

- 功能性聚酯薄膜行业供需失衡叠加光伏用聚酯薄膜需求不足对公司传统优势产品造成冲击，公司自2023年第三季度以来持续亏损
- 受上下游账期错配及盈利情况弱化影响，经营活动净现金流持续呈现净流出状态，跟踪期内相关偿债指标下滑
- 公司已拓展电子光学类细分产品，但新产品推广批量小且良率不高，转型成效尚未大规模显现，未来新产品的大客户导入及市场拓展情况有待观察
- 公司在建项目延期，需关注项目建设进展、未来市场需求变化对产能消化和预期效益实现的影响

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：王紫薇 zwwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

裕兴股份（合并口径）	2022	2023	2024
资产总计（亿元）	30.73	34.60	36.32
所有者权益合计（亿元）	19.74	19.56	22.81
负债合计（亿元）	10.99	15.05	13.51
总债务（亿元）	9.06	12.16	10.80
营业总收入（亿元）	18.66	16.86	11.00
净利润（亿元）	1.39	0.09	-3.58
EBIT（亿元）	1.72	0.44	-3.84
EBITDA（亿元）	2.70	1.83	-2.23
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.31	-1.58	-1.09
营业毛利率（%）	15.48	7.90	-9.70
总资产收益率（%）	6.62	1.36	-10.84
EBIT 利润率（%）	9.22	2.64	-34.96
资产负债率（%）	35.76	43.48	37.19
总资本化比率（%）	31.45	38.34	32.12
总债务/EBITDA（X）	3.35	6.65	-4.83
EBITDA 利息保障倍数（X）	9.97	3.97	-4.79
FFO/总债务（X）	0.30	0.15	-0.05

注：1、中诚信国际根据裕兴股份提供的其经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年度审计报告，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了 2024 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

同行业比较（2024 年数据）

公司名称	主要产品	主要产品产能 (万吨/年)	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产负债率 (%)	经营活动净现金流 (亿元)
晶瑞电材	光刻胶、高纯化学品、锂电池材料、工业化学品	光刻胶：0.28 高纯化学品：23.20 锂电池材料：3.50 工业化学品：16.13	51.50	36.29	14.35	-1.91	29.53	2.61
裕兴股份	塑料薄膜	聚酯薄膜：25.00	36.32	22.81	11.00	-3.58	37.19	-1.09

中诚信国际认为，裕兴股份与可比企业的核心产品均排名各细分领域前列，但均面临在市场竞争加剧及下游需求不足导致产品价格下降的问题，裕兴股份财务杠杆略高于可比企业，盈利能力及现金流情况相对较弱。

注：1、“晶瑞电材”为“晶瑞电子材料股份有限公司”简称；2、晶瑞电材主要产品产能为 2023 年数据。

本次跟踪情况

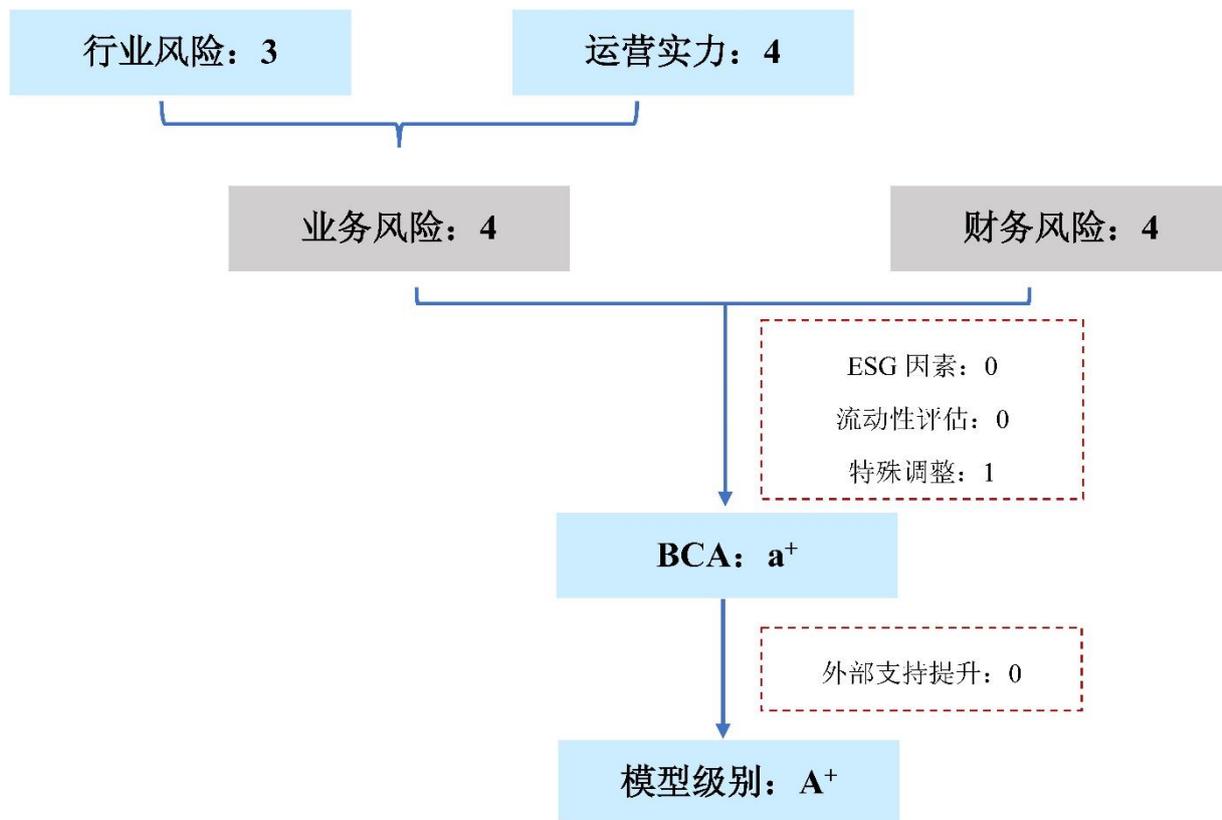
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
裕兴转债	A+	AA-	2024/06/19 至本报告出具日	6/6	2022/04/11~2028/04/10	回售，赎回

注：1、债券余额为 2025 年 3 月末数据；2、截至 2025 年 3 月末，共有 2,664 张“裕兴转债”完成转股，累计转股 20,552 股，累计转股金额 26.64 万元；3、2024 年 5 月，因公司实施 2023 年度权益分派，“裕兴转债”转股价格由 12.50 元/股调整至 12.49 元/股。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
裕兴股份	A+/ 稳定	AA-/ 稳定	2024/06/19 至本报告出具日

● 评级模型

江苏裕兴薄膜科技股份有限公司评级模型打分(C030000_2024_04_2025_1)



注：

调整项： 公司混合型债务占总体债务规模比例较高，且权益性质比较突出，尚未临近可转债到期日，实际信用风险低于显示出的风险水平，对公司信用等级有提升作用。

方法论： 中诚信国际化工行业评级方法与模型 C030000_2024_04

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年中国经济运行稳中趋缓，一揽子增量政策实施后呈现明显筑底企稳迹象。政策转型释放出更多积极因素，支撑 2025 年中国经济持续回升向好。但中国经济仍然面临多重风险与挑战，稳中求进需要政策更加积极有力，加大超常规逆周期调节力度。

详见《筑底企稳、稳中求进的中国经济—2024 年宏观经济及大类资产配置分析与 2025 年展望》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11667?type=1>

业务风险

中诚信国际认为，2024 年以来，原油等原材料价格中枢下移，且宽松的供给使得化工产品利差持续收缩。未来下游需求改善程度与幅度具有不确定性，供给压力仍存，且上游能源价格对化工品价格支撑力度不足，化工行业财务风险整体将有所加大。

2024 年以来，国内经济总体平稳、稳中有进，海外需求恢复增长，我国化工下游行业需求差异化复苏。供给端来看，化工行业整体固定资产投资完成额和产品产量保持增长，与需求端的渐进式增长存在结构上差异。主要原材料价格持续震荡下跌，除石油和天然气开采业外，大部分化工子行业 PPI 出现不同程度的下降，但降幅同比缩窄。未来一段时间，国内积极有为的宏观政策和海外补库周期开启有助于拉动化工品需求增长，但下游需求改善程度与幅度具有不确定性；化工新材料仍为行业转型升级的重点方向，若下游需求增长不及预期，通用化工材料供需矛盾或将更加凸显。此外，原油等原材料价格上升动力不足，若终端需求增长不及预期，宽松的供给形势将令各子行业 PPI 整体承压，财务指标整体将有所弱化。

详见《中国化工行业展望，2025 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11684?type=1>

跟踪期内功能性聚酯薄膜行业供需失衡，因部分产线停产和技术改造，公司产能规模下降；光伏行业技术切换对公司传统优势产品需求产生冲击，整体产销量大幅下滑，产能利用率处于低位；行业竞争加剧使得产品销售均价下降，新产品推广批量小且良率不高推升生产成本，盈利空间自 2023 年第三季度以来持续承压；公司拥有一定行业地位和研发实力，已积极布局拓展电子光学类产品，但转型成效尚未在跟踪期内大规模显现，未来主要下游行业需求修复情况、新产品拓展情况有待关注。

定增完成后，公司实际控制人持股比例被动稀释，需关注未来股权结构稳定性，两会一层变动较小；因光伏行业技术切换使得光伏用聚酯薄膜下游需求不足，公司战略方向以产业链上下游延伸和产品结构调整为主。

2024 年一季度，公司完成定增工作¹，募集资金 6.94 亿元，控股股东及实际控制人王建新先生对公司的持股比例由 2023 年末的 23.62%被动稀释至 2024 年末的 18.17%。公司其余股东中，北京人济房地产开发集团有限公司与海南佳信企业发展有限公司具有一致行动关系，截至 2024 年末上述两家企业对公司持股比例合计为 13.09%，与实际控制人持股比例较为接近，中诚信国际将

¹ 本次发行对象为 13 名，其中常州瑞源创业投资有限公司获配金额 2.00 亿元，诺德基金管理公司获配金额 1.50 亿元。

持续关注公司股权结构的稳定性。2024 年 6 月，公司完成董事会、监事会换届选举²，2025 年 2 月公司高级管理人员缪敬昌先生辞去副总经理职务，其余两会一层人员无重大变化。

战略方面，公司向聚酯产业链上下游延伸发展，以市场需求为导向，坚持“功能性、高品质、差异化、多品种”的发展路线。因光伏行业技术切换使得光伏用聚酯薄膜下游需求不足，公司自 2023 年以来调整产品结构、加快高附加值新品开发，降低光伏用聚酯薄膜产品占比，增加电子光学等聚酯薄膜产销量，提升整体经济效益。

跟踪期内，功能性聚酯薄膜行业市场竞争激烈，下游光伏电池行业技术切换对作为光伏用聚酯薄膜龙头的公司产生冲击，公司关停部分产线，产能规模下降，整体产销量大幅下滑，产能利用率处于低位，公司盈利空间自 2023 年第三季度以来持续承压，部分光伏用聚酯薄膜价格已跌至成本线以下；公司积极调整产品结构，已向电子光学等细分领域拓展，但新产品开发批量小、良率不高推升生产成本，进一步加重公司经营压力，未来大客户导入情况、新产品市场拓展情况需持续关注。

跟踪期内，功能性聚酯薄膜行业产能规模持续增长³，处于供需失衡状态，行业整体产能利用率处于历史低位，且存在中低端产品产能过剩、同质化竞争激烈，高附加值产品占比偏低且部分高性能聚酯薄膜产品仍依赖进口的结构性矛盾。公司是国内规模最大的特种功能聚酯薄膜生产企业之一，产品主要应用于新能源、电子通讯、电气绝缘等领域，其中光伏用聚酯薄膜为公司传统优势产品，2023 年光伏用聚酯薄膜收入曾占公司营业总收入的 70%以上。2024 年以来，因前期光伏电池工艺技术迭代导致单玻光伏组件市场缩小，配套单玻光伏组件使用的光伏用聚酯薄膜需求疲弱，对公司造成冲击，公司建设时间较早的一号线和二号线因技术水平不适当前生产需求处于停产状态，公司产能规模下降，光伏用聚酯薄膜产销量大幅下滑，产能利用率处于低位，此外因市场供需失衡，部分光伏用聚酯薄膜销售价格已跌至公司成本线以下，公司自 2023 年第三季度以来持续亏损，未来光伏用聚酯薄膜下游需求修复情况及价格变化情况有待关注。

为应对下游市场需求变化，公司积极调整产品结构，对两条原定位于光伏用聚酯薄膜的生产线进行技术改造，其中十一号线进行薄型化改造后产能有所下降，十二号线进行厚型化改造后产能规模不变。此外，为配合客户的差异化需求，公司还积极向产业链下游拓展，截至 2024 年末公司控股子公司共建有 5 条离线涂布产线，年产能约 8,000 万平方米。2024 年，公司加大产品在细分行业品牌客户和终端品牌企业的推广力度，其中反射膜、光学离型膜保护膜基膜、光学预涂膜产品形成批量供货，使得电子光学用聚酯薄膜产销量显著增加。但中诚信国际关注到，公司目前处于新产品开发和市场推广阶段，存在新产品批量小、良率不高、需要进行技改和生产线调试等问题，推升了生产成本，进一步加重公司经营压力，跟踪期内公司转型成效尚未大规模显现。未来公司计划进一步调整产品结构，加快导入国内外一线显示屏厂商供应链体系，同时大力拓展在新能源、电子光学、建筑装饰等行业的细分应用领域，提升产能利用率，改善盈利水平，中诚信国际将持续关注公司下游大客户导入情况和新产品市场拓展情况。

² 公司董事会人员无变化；公司监事姚炯辞任，新聘任华玉担任公司监事。

³ 根据百川盈孚数据，2024 年国内 BOPET（双向拉伸聚酯薄膜）总产能为 650.35 万吨，同比增长 15.61%。

表 1：近年来公司主要产品产能、生产及销售情况

板块	用途及市场占有率	分类	2022	2023	2024
太阳能背材用	产品主要用于太阳能电池背材组件；公司为该细分行业龙头之一	产量（吨）	124,728.07	127,119.65	41,112.38
		销量（吨）	120,951.54	119,431.97	49,821.71
		销售均价（元/千克）	10.91	10.06	9.02
		产销率（%）	96.97	93.95	121.18
电子光学用	产品主要为电子材料用聚酯薄膜和光学级聚酯薄膜，广泛应用于消费电子行业和光电显示等行业；近年来公司市场占有率稳步提升	产量（吨）	14,976.14	19,565.59	37,230.04
		销量（吨）	12,120.01	15,592.23	28,742.98
		销售均价（元/千克）	13.08	11.52	10.70
		产销率（%）	80.93	79.69	77.20
电气绝缘用	产品主要用于电机马达槽间、匝间的绝缘材料以及干式变压器线圈之间的隔断绝缘材料等；公司处于细分行业领先地位	产量（吨）	21,911.59	23,357.64	25,882.45
		销量（吨）	21,442.11	20,481.89	25,131.67
		销售均价（元/千克）	10.96	9.47	8.08
		产销率（%）	97.86	87.69	97.10
综丝用	产品主要应用于纺织机械领域；公司产品国内市场占有率高	产量（吨）	1,728.92	1,678.87	1,245.35
		销量（吨）	1,448.21	1,376.93	1,539.69
		销售均价（元/千克）	17.84	16.87	16.36
		产销率（%）	83.76	82.02	123.64
合计		设计产能（万吨/年）	20.00	28.00	25.00
		产量（吨）	163,346.00	171,722.00	105,470.21
		产能利用率（%）	81.67	61.33	50.72
		销量（吨）	155,962.00	156,883.00	105,236.04
		产销率（%）	95.48	91.36	99.78
		销售均价（万元/吨）	1.11	1.02	0.94

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司议价能力较弱，与上下游的结算存在一定账期错配问题，对公司现金流产生不利影响；跟踪期内，原材料采购价格上升，加重公司成本负担。

销售方面，2024 年公司仍以境内销售⁴为主，下游客户较为优质，公司以直销为主，并给予大部分客户 30~90 天账期，对资金形成一定占用。采购方面，公司原材料成本占生产成本的比重约为 70%~80%，采购的原材料主要为聚酯切片，2024 年因太阳能背材用聚酯薄膜产销量下滑，基础型聚酯切片采购量相应下降；公司大力拓展电子光学用聚酯薄膜产品，功能性聚酯切片采购量有所上升。采购价格方面，2024 年基础型及功能型聚酯切片采购价格同比均有所上升，进一步加重公司的成本负担。结算方式方面，公司采购仍以现款和银行承兑汇票进行结算。2024 年，前五大供应商采购占比为 81.81%，集中度很高，公司的议价能力较弱，上下游账期错配使得公司近年来经营活动现金流持续净流出。

表 2：近年来公司原材料采购情况（吨、万元/吨）

原材料类别	2022		2023		2024	
	采购量	采购价格	采购量	采购价格	采购量	采购价格
聚酯切片-基础型	180,786	0.69	192,807	0.65	123,513	0.71
聚酯切片-功能型	3,384	1.78	2,739	2.03	4,187	2.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司具有一定的研发实力，可支持产品差异化发展，部分新产品已进入小批量供货阶段，为业务转型发展提供一定支持。

公司为国家高新技术企业，建设有江苏省（裕兴）功能聚酯薄膜工程技术研究中心和高分子材料

⁴ 境内收入占比超过 95%。

检测实验中心及多个实验室⁵，此外公司还具有较强的装备改造及项目管理能力，能根据客户和市场需求，研发并生产差异化产品。2024 年以来公司与科研院校、产业链上下游合作，加大在消费电光学显示等细分行业的应用研发，窗膜基膜、车衣膜保护膜、棱镜膜基膜、OCA 离型膜保护膜基膜已通过客户测试，进入小批量供货阶段，且持续开发感光干膜基膜、MLCC 用离型膜基膜，偏光片保护膜基膜等中高端电子光学聚酯薄膜产品，为公司业务转型发展提供一定支持。截至 2024 年末公司累计获得 88 项专利，技术处于国内行业领先水平。

表 3：公司近年来研发投入情况

	2022	2023	2024
研发投入金额（亿元）	0.85	0.59	0.53
研发投入占营业收入比例（%）	4.53	3.49	4.86
研发人员数量（人）	68	73	76
研发人员数量占比（%）	10.49	13.04	14.62

注：2023 年公司研发投入下降，主要系受到研发废料收入冲减所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目主要集中在产能扩建及产业链延伸，定增事项完成有助于缓解公司资金压力，但受光伏用聚酯薄膜等下游市场供需失衡影响，公司募投项目延期，且部分项目产品应用领域发生变化，需关注项目建设进展、投产后的产能消纳情况和预期盈利实现情况。

公司在建项目系定增募投项目，2024 年 1 月公司完成定增，募集资金 6.94 亿元⁶，有助于缓解公司资金压力。公司在建项目集中于聚酯薄膜产品产能扩建和上游配套聚酯合成项目，可一定程度提升原材料保障能力和成本管控水平。但中诚信国际关注到，2024 年 10 月，受光伏用聚酯薄膜等市场供需失衡影响，公司将高性能聚酯薄膜生产及配套项目中的功能聚酯生产线建设期延长两年至 2027 年 6 月，且将在建项目中原计划用于光伏用聚酯薄膜产品的生产线调整为电子光学用聚酯薄膜生产线，未来项目建设进度及投产后的产能消纳、预期效益实现情况需持续关注。

表 4：截至 2024 年末公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	项目总投资	资金来源	预计建成投产时间	截至 2024 年末已投入
高性能聚酯薄膜生产及配套项目	9.85	自有资金、银行借款、向特定对象发行 A 股股票募集资金	2027 年	4.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内受聚酯薄膜行业供需失衡、公司传统优势产品光伏用聚酯薄膜需求疲弱、转型效果尚未大规模显现影响，营业总收入呈持续下滑态势，毛利率下降为负，加之计提减值损失影响，盈利指标大幅弱化，经营活动净现金流持续呈现净流出状态，相关偿债指标显著弱化；但定增事项完成使得公司资本实力增加，财务杠杆下降，货币资金和备用流动性较为充裕，短期偿债压力可控。

盈利能力

因聚酯薄膜行业供需失衡，主要产品销售均价下滑，且受公司传统优势产品光伏用聚酯薄膜需求疲弱、公司产品结构转型效果尚未大规模显现影响，产品销售量显著下降，近年来公司营业总收入

⁵ 包含功能母料研究室、聚酯合成研究室、光学薄膜研究室、户外用功能膜研究室等。

⁶ 其中 5.2 亿元拟用于高性能聚酯薄膜生产及配套项目。

入持续下降。受公司产能利用率处于低位和产品价格下滑影响，太阳能背材用聚酯薄膜和电气绝缘用聚酯薄膜中部分产品价格已跌至成本线以下，新产品开发推升整体营业成本使得电子光学用聚酯薄膜毛利率下降为负，公司营业毛利率下降为负，经营性业务利润产生明显亏损。此外，2024 年公司对存货和固定资产计提减值损失 2.03 亿元，对利润产生很大侵蚀。综合影响下，公司盈利能力大幅弱化，中诚信国际将持续关注公司新产品市场开发等盈利改善措施对公司经营业绩的影响。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
塑料薄膜制造业	17.39	15.37	15.99	8.87	9.85	-10.92
其中：太阳能背材用	13.20	14.56	12.02	8.74	4.49	-10.84
电子光学用	1.58	20.68	1.80	12.45	3.08	-5.12
电气绝缘用	2.35	14.04	1.94	3.30	2.03	-24.43
综丝用	0.26	36.39	0.23	34.80	0.25	25.72
其他业务	1.27	16.95	0.87	-9.95	1.15	0.79
营业总收入/营业毛利率	18.66	15.48	16.86	7.90	11.00	-9.70

注：1、其他业务包括销售半成品、废料、加工费（含离线涂布加工业务）、租金收入等；2、各分项加总数与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产质量

跟踪期内，得益于定增事项的完成，公司总资产规模有所增长。流动资产方面，因公司定增资金到账，2024 年末货币资金显著增长，其中使用权受限金额为 0.04 亿元，此外货币资金中尚未使用的募集资金共 2.37 亿元；因业务规模缩小，2024 年末公司应收账款有所下降；受下游需求变化影响，公司布局电子光学应用领域，增加电子光学用聚酯薄膜备货，2024 年末存货有所增长，对资金产生占用，此外 2024 年公司对存货计提减值 0.42 亿元。非流动资产方面，随着在建项目的投入，在建工程规模有所上升；折旧和对聚酯薄膜产线计提的 1.61 亿元减值准备使得固定资产金额下降。

公司负债仍以有息债务为主。公司以自有资金偿还部分到期债务使得 2024 年末总债务规模略有回落，且债务结构有所优化，短期债务占比下降至 34.99%，截至 2024 年末，裕兴股份总债务中可转债、银行借款、应付票据占比分别约为 54%、38%和 8%。得益于定增事项的完成，2024 年末公司所有者权益增长，资本实力有所提升，资产负债率及总资本化比率下降，财务杠杆仍处于较低水平。

现金流及偿债情况

因公司与上下游结算存在账期错配问题，经营活动净现金流持续为负；在建项目持续投入使得投资活动现金流仍保持净流出态势，但缺口有所减小；此外，定增资金到账使得筹资活动净现金流保持净流入。偿债指标方面，跟踪期内公司经营活动净现金流为负，对债务本息无覆盖能力；因盈利能力减弱，EBITDA 下降为负，对债务本息无覆盖能力，整体偿债指标有所弱化，风险抵御能力偏弱。但扣除尚未使用的定增募集资金后，公司货币等价物⁷仍可完全覆盖短期债务，

⁷ 货币资金中尚未使用的募集资金金额为 2.37 亿元。

公司短期债务偿付压力可控。截至 2024 年末，公司共获得银行授信额度 17.20 亿元，其中尚未使用额度为 12.47 亿元，备用流动性充足。资金管理方面，公司暂未对子公司进行资金归集管理。

表 6：近年来公司主要财务指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024
期间费用合计	1.32	1.24	1.31
资产减值损失	0.11	0.20	2.03
经营性业务利润	1.61	0.21	-2.38
利润总额	1.52	0.05	-4.29
总资产收益率	6.62	1.36	-10.84
货币资金	3.87	4.11	7.39
应收账款	3.92	1.92	1.36
存货	1.76	3.13	3.34
在建工程	4.69	0.85	2.81
固定资产	10.90	16.51	15.00
总资产	30.73	34.60	36.32
总债务	9.06	12.16	10.80
总负债	10.99	15.05	13.51
所有者权益合计	19.74	19.56	22.81
资产负债率	35.76	43.48	37.19
总资本化比率	31.45	38.34	32.12
经营活动净现金流	-1.31	-1.58	-1.09
EBITDA 利息保障倍数	9.97	3.97	-4.79
总债务/EBITDA	3.35	6.65	-4.83
FFO/总债务	0.30	0.15	-0.05
货币等价物/短期债务	1.28	1.28	2.38

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产账面价值合计为 0.52 亿元，占当期末总资产的 1.43%。同期末，公司无对外担保或影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的《企业征信报告》及相关资料，2022~2025 年 3 月，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金及利息的情况。

假设与预测⁸

假设

——2025 年，随着新产品放量，公司产品销售量有所增长，销售均价有所回升。

——2025 年，公司资本支出规模下降。

⁸ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

——2025 年，公司债务规模保持稳定，因归母净利润亏损使得所有者权益下降，财务杠杆小幅上升。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
总资本化比率 (%)	38.34	32.12	32.2~33.0
总债务/EBITDA (X)	6.65	-4.83	6.0~8.0

资料来源：中诚信国际整理

调整项

ESG⁹表现方面，公司建设了完善的“三废”处理设施，并按照环评要求，委托有资质的第三方机构定期对公司的废水、废气、噪声等进行监测，2024 年监测数据符合标准，不存在超标排放情况。公司治理结构较优，内控制度完善，人员稳定性较好，目前潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司经营获现能力仍较弱，但未使用授信额度充足，同时公司为上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性尚可。公司资金流出主要用于还本付息以及在建项目投入，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。**特殊调整方面**，公司可转债占总体债务规模比例较高，且距离到期赎回时间较长，目前权益性质比较突出，刚性兑付压力暂时较小，实际信用风险低于显示出的风险水平。

跟踪债券信用分析

“裕兴转债”募集资金 6 亿元，募集资金主要用于年产 5 亿平米高端功能性聚酯薄膜生产线建设项目、年产 2.8 万吨特种太阳能背材用聚酯薄膜生产线建设项目及补充流动资金，截至 2024 年末募集资金已使用完毕¹⁰，均按用途使用。

“裕兴转债”设置回售和赎回条款¹¹，初始转股价格为 14.24 元/股，2024 年 5 月“裕兴转债”转股价格调整至 12.49 元/股。截至 2025 年 3 月末，共有 2,664 张“裕兴转债”完成转股，累计转股 20,552 股，累计转股金额 26.64 万元。目前公司股价低于 6 元/股，距离转股价仍存在较大距离，若未能转股，后续年份可转债利息将逐年增加，或进一步加大公司的营运压力；目前“裕兴转债”距离到期赎回时间较长，且公司正积极寻求转型，公司仍有望通过自身经营实力和投资价值的提升完成“裕兴转债”的转股或赎回，中诚信国际将持续关注公司股价变动及转股价格调整后安排和未来回售情况对“裕兴转债”兑付和转股的影响。

“裕兴转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪期内，公司仍具备一定的行业地位及技术研发实力，融资渠道畅通，但公司业绩亏损及偿债能力下降使得公司及“裕兴转债”信用质量有所下降。

⁹中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

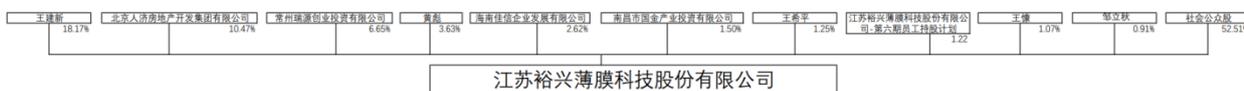
¹⁰ 公司募投项目已建设完成，于 2022 年完成了募集资金专户的注销手续。

¹¹ 1、当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。2、本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

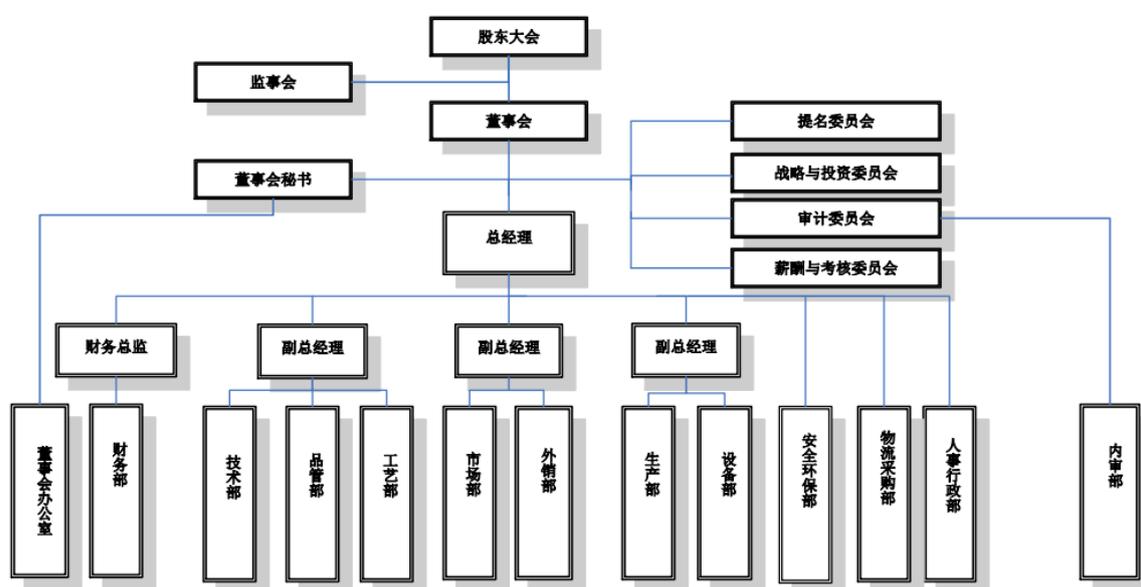
评级结论

综上所述，中诚信国际将江苏裕兴薄膜科技股份有限公司的主体信用等级由 **AA-**调降至 **A+**，评级展望为稳定；将“裕兴转债”的信用等级由 **AA-**调降至 **A+**。

附一：江苏裕兴薄膜科技股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年末）



主要子公司	简称	截至 2024 年末			2024 年	
		持股比例 (%)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
江苏裕创投资有限公司	裕创投资	100.00	6,942.91	6,935.38	-	90.68
常州福洛力新能源材料科技有限公司	常州福洛力	66.30	13,434.78	9,954.71	2,775.38	-2,002.87



资料来源：公司提供

附二：江苏裕兴薄膜科技股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024
货币资金	38,651.88	41,135.82	73,931.78
应收账款	39,204.05	19,182.93	13,630.37
其他应收款	711.28	1,183.32	745.66
存货	17,566.15	31,267.88	33,427.23
长期投资	4,667.85	4,394.64	4,949.38
固定资产	109,012.36	165,053.25	150,019.00
在建工程	46,895.20	8,529.12	28,057.46
无形资产	7,887.56	12,333.44	12,039.97
资产总计	307,342.52	346,031.40	363,231.40
其他应付款	1,100.65	659.33	1,969.57
短期债务	38,039.83	56,898.52	37,773.94
长期债务	52,530.79	64,693.02	70,197.59
总债务	90,570.62	121,591.55	107,971.53
净债务	53,906.51	81,239.81	34,408.35
负债合计	109,897.75	150,459.67	135,085.31
所有者权益合计	197,444.77	195,571.73	228,146.09
利息支出	2,713.79	4,607.93	4,660.77
营业总收入	186,596.81	168,555.74	109,980.74
经营性业务利润	16,064.03	2,050.06	-23,753.65
投资收益	725.31	435.61	1,090.69
净利润	13,872.58	870.58	-35,767.16
EBIT	17,204.59	4,444.54	-38,444.45
EBITDA	27,049.79	18,273.42	-22,340.53
经营活动产生的现金流量净额	-13,107.40	-15,848.01	-10,896.63
投资活动产生的现金流量净额	-57,298.98	-21,858.31	-20,313.48
筹资活动产生的现金流量净额	62,165.96	41,078.54	64,119.68
财务指标	2022	2023	2024
营业毛利率（%）	15.48	7.90	-9.70
期间费用率（%）	7.09	7.36	11.94
EBIT 利润率（%）	9.22	2.64	-34.96
总资产收益率（%）	6.62	1.36	-10.84
流动比率（X）	2.68	1.95	2.75
速动比率（X）	2.34	1.55	2.17
存货周转率（X）	12.17	6.36	3.73
应收账款周转率（X）	6.48	5.77	6.70
资产负债率（%）	35.76	43.48	37.19
总资本化比率（%）	31.45	38.34	32.12
短期债务/总债务（%）	42.00	46.79	34.99
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.15	-0.14	-0.11
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.35	-0.30	-0.32
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-4.83	-3.44	-2.34
总债务/EBITDA（X）	3.35	6.65	-4.83
EBITDA/短期债务（X）	0.71	0.32	-0.59
EBITDA 利息保障倍数（X）	9.97	3.97	-4.79
EBIT 利息保障倍数（X）	6.34	0.96	-8.25
FFO/总债务（X）	0.30	0.15	-0.05

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：1、除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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；2、个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn