

上海艾录包装股份有限公司

2025 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〔2025〕4666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，确定维持上海艾录包装股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“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：

二〇二五年六月十九日

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。

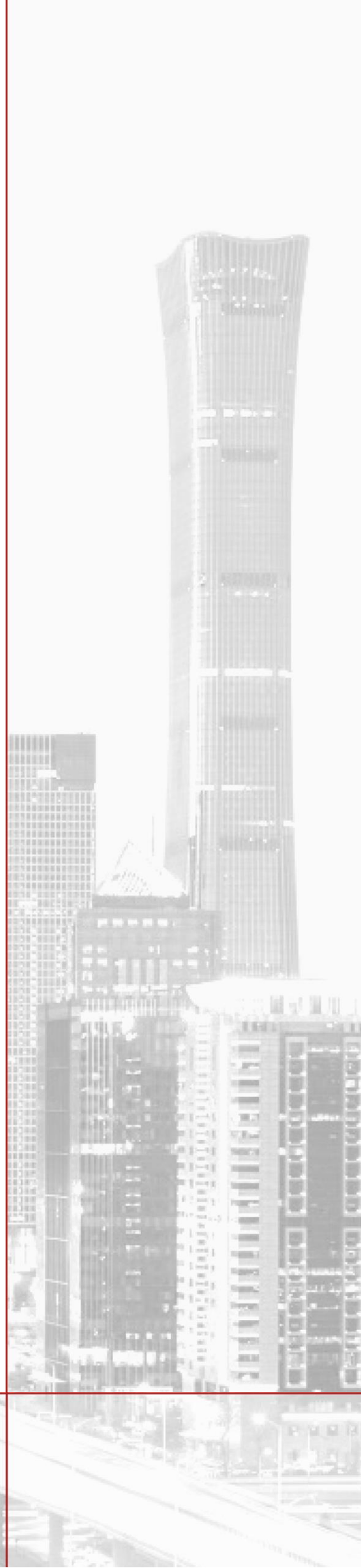
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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 2025 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	2025/06/19
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”）维持了在技术研发、生产工艺与客户资源等方面的竞争优势；公司治理结构和内控制度未发生重大变化。经营方面，2024 年公司仍以工业用纸包装和复合塑料包装销售为主，工业用纸包装销售规模增长带动公司营业总收入同比有所增长，综合毛利率小幅下降，随着募投项目的投产，主要产品产能提升明显，产能利用率下降，其中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，复合塑料包装因下游需求未能同步增长导致产能利用率持续处于较低水平，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，光伏组件项目前期研发、资质认证、材料/产品送样验证等一系列流程时间周期较长，未来盈利水平存在较大不确定性，需持续关注相关资产减值和经营亏损情况；财务方面，2024 年公司资产总额小幅增长，应收账款和存货仍对营运资金形成一定占用；当期“艾录转债”实现较大规模债转股，债务负担有所减轻；受期间费用增加以及计提资产减值损失等因素影响，公司利润总额同比有所下降，期间费用控制能力有待提升，整体盈利能力一般；经营活动现金流净额持续为正；偿债指标方面，公司偿债指标表现良好，间接融资渠道较为畅通且具备直接融资渠道。

2024 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，公司对“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，随着宏观经济的企稳、下游需求的恢复，公司盈利水平有望提升。

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；新拓展的光伏背板膜和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

- **公司在技术研发、生产工艺与客户资源方面具备综合竞争优势。**2024 年，公司研发费用为 4327.06 万元，同比增长 8.55%。截至 2024 年底，公司具备德国 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 5.25 亿条/年，复合塑料产品的产能约为 4.75 亿延米/年。公司客户主要为实力较强的行业头部企业，在应收款安全性等方面具备优势。
- **2024 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，债务负担有所减轻。**2024 年，公司经营活动现金净流入 2.34 亿元。随着短期借款规模下降和可转债大规模转股，公司债务规模有所降，债务负担较上年底有所减轻。截至 2024 年底，公司全部债务 8.39 亿元，同比下降 32.32%；同期末，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 47.70%、35.34%和 28.83%，同比分别下降 8.59 个百分点、15.33 个百分点和 13.87 个百分点。

关注

- **公司主要产品产能利用率下降，复合塑料包装产能消化压力很大。**2024 年，公司工业纸包装产品与复合塑料产品的产能较 2023 年提升明显，产能利用率下降，其中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，复合塑料包装因下游需求未能同步增长导致产能利用率持续处于较低水平，产能消化压力很大。
- **期间费用控制能力有待提升。**2024 年，受期间费用增加以及计提资产减值损失等因素影响，公司利润总额同比下降 45.41%，期间费用控制能力有待提升。
- **光伏组件业务未来盈利水平存在较大不确定性。**公司光伏组件在建项目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。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，光伏制造企业经营亏损严重，公司光伏组件业务未来盈利水平存在较大不确定性，需持续关注相关资产减值和经营亏损情况。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		1
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：				--
评级结果				A ⁺

个体信用状况变动说明：个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

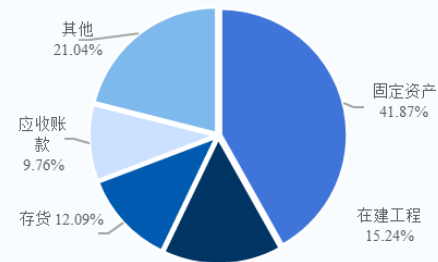
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	6.56	2.58	2.56
资产总额（亿元）	27.60	29.35	29.34
所有者权益（亿元）	12.06	15.35	15.33
短期债务（亿元）	3.41	2.17	2.02
长期债务（亿元）	8.99	6.22	6.83
全部债务（亿元）	12.39	8.39	8.84
营业总收入（亿元）	10.67	11.91	2.84
利润总额（亿元）	0.80	0.44	-0.02
EBITDA（亿元）	1.74	1.71	--
经营性净现金流（亿元）	2.26	2.34	0.01
营业利润率（%）	22.88	21.06	17.09
净资产收益率（%）	5.72	1.99	--
资产负债率（%）	56.29	47.70	47.76
全部债务资本化比率（%）	50.67	35.34	36.59
流动比率（%）	202.47	127.02	139.48
经营现金流动负债比（%）	35.95	30.82	--
现金短期债务比（倍）	1.92	1.19	1.27
EBITDA 利息倍数（倍）	8.25	5.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.11	4.91	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	22.96	23.29	/
所有者权益（亿元）	12.52	16.63	/
全部债务（亿元）	8.35	3.86	/
营业总收入（亿元）	9.87	11.09	/
利润总额（亿元）	0.99	1.33	/
资产负债率（%）	45.49	28.59	/
全部债务资本化比率（%）	40.00	18.85	/
流动比率（%）	248.33	242.42	/
经营现金流动负债比（%）	54.01	40.05	/

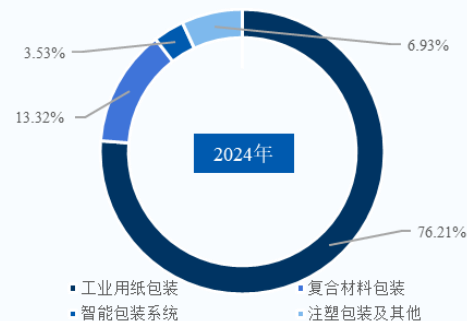
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

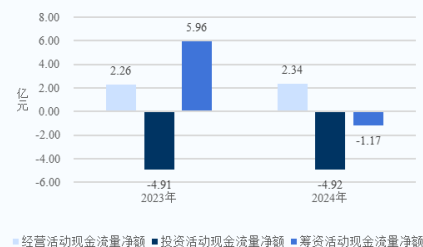
2024 年底公司资产构成



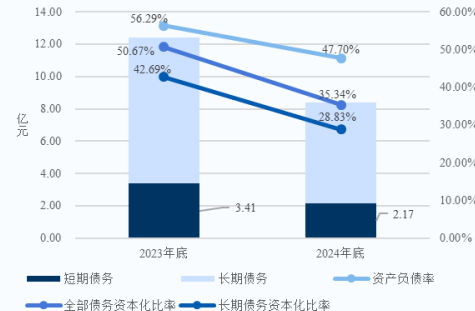
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 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	2024/06/03	孙长征 王佳晨子 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；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨 恒 yangheng@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 2025 年 3 月底，公司总股本为 4.32 亿股，陈安康为公司控股股东，直接持有公司 31.16% 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 31.16% 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）。

截至 2025 年 3 月底，公司内设创新研发中心、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 7 家；截至 2024 年底，公司本部及主要子公司在职员工 1055 人，员工构成类别符合行业特性。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 29.35 亿元，所有者权益 15.35 亿元（含少数股东权益 0.03 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 11.91 亿元，利润总额 0.44 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 29.34 亿元，所有者权益 15.33 亿元（含少数股东权益-0.01 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.84 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 2025 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 2023 年年度权益分派方案，“艾录转债”的转股价格由原 10.15 元/股调整为 10.10 元/股，调整后的转股价格自 2024 年 5 月 30 日起生效。截至 2025 年 3 月底，“艾录转债”已完成转股的可转债金额为 322046600.00 元，尚未转股的可转债金额为 177953400.00 元。

图表 1 • 截至 2025 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

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

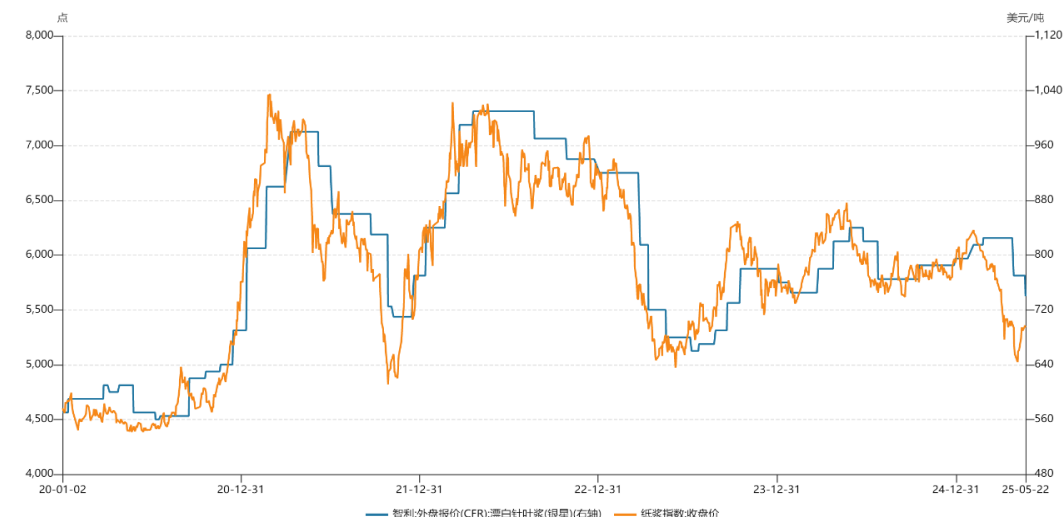
1 纸包装行业分析

2024 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，但由于原材料价格高企，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，2023 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 10632 家，累计完成营业收入 1.15 万亿元，同比下降 0.22%，累计完成利润总额 601.97 亿元，同比增长 9.46%。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。2023 年，纸浆价格高位波动，2023 年上半年有所下降，至 2023 年下半年有所回升。2024 年，纸浆价格波动有所收窄，但仍维持在较高水平。

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 年以来在较高位置波动。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



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。2024 年以来，中国企业景气度指数较上年有所回升，消费者信心指数较上年略有下降，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。2024 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 1233.37 亿元，同比增长 4.66%；实现利润总额 48.81 亿元，同比下降 8.22%。

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

2024 年，中国仍为全球最大的光伏市场，新增和累计光伏装机容量仍位居全球首位，但增速明显放缓；制造端产能依旧保持全球领先地位，占据全球 90% 以上的市场份额。但土地资源限制、区域市场饱和以及并网消纳等因素对全球新增装机的影响进一步凸显；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。展望 2025 年，预计光伏产业竞争将愈加激烈，全球光伏新增装机增速将继续放缓，但随着制造端落后产能和低效产能“出清”节奏加快，光伏产业有望进入良性发展阶段。完整版光伏行业分析详见《2025 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

公司在技术研发、生产工艺与客户资源等方面仍具备竞争优势。

公司产品按材料可分为工业纸包装产品与塑料包装产品。截至 2024 年底，公司具备德国 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 5.25 亿条/年，复合塑料产品的产能约为 4.75 亿延米/年。

公司在技术研发与生产工艺方面具备一定竞争优势。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。截至 2024 年底，公司在有效期内的专利共 118 项，包括 24 项发明专利、94 项实用新型专利及外观设计专利。2024 年，公司研发费用为 4327.06 万元，占营业总收入的 3.63%。

客户资源方面，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。截至 2024 年底，公司服务客户 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。

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基本信用信息报告（统一社会信用代码：913100007927010822），截至 2025 年 5 月 19 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 2025 年 6 月 17 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，公司董监高未发生变动，管理制度连续，经营正常。

跟踪期内，公司董事、监事、高管人员未发生变动，公司章程和主要制度未发生重大变化，管理制度延续，管理经营正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024 年，公司营业总收入同比有所增长，综合毛利率小幅下降。2025 年一季度，公司营业收入有所增长，综合毛利率有所下降。

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。2024 年，受益于公司产能提升以及积极开拓下游市场需求，公司工业用纸包装收入同比有所增长；公司复合材料包装业务中奶酪棒包装占比较大，受奶酪棒产销量下降影响，复合材料包装收入同比有所下降；智能包装系统收入同比有所下降，主要系定制化设备验收周期延长，当期收入确认减少所致；注塑包装及其他收入同比有所增长，主要系新增光伏业务收入所致。受上述因素影响，2024 年公司营业总收入同比小幅增长 11.63%。

毛利率方面，2024 年公司工业用纸包装和复合材料包装业务毛利率同比均小幅增长，但智能包装系统毛利率同比有所下降，主要系人工成本增加所致，塑料包装及其他业务板块毛利率为负，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小幅下降。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.84 亿元，同比增长 5.47%；受光伏及可转债募投项目计提折旧增加影响，公司综合毛利率同比有所下降。

图表 5 • 2023—2024 年及 2025 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	2023 年			2024 年			2025 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	7.71	72.30%	25.43%	9.07	76.21%	26.32%	2.13	74.96%	21.93%
复合材料包装	1.67	15.67%	20.86%	1.59	13.32%	22.78%	0.37	13.17%	21.23%

智能包装系统	0.55	5.12%	32.33%	0.42	3.53%	25.79%	0.04	1.37%	20.74%
注塑包装及其他	0.74	6.91%	3.75%	0.83	6.93%	-34.26%	0.30	10.51%	-13.25%
合计	10.67	100.00%	23.57%	11.91	100.00%	21.63%	2.84	100.00%	18.12%

注：1. 2024 年注塑包装及其他业务板块包含新增光伏业务收入 1373.79 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）原材料采购

2024 年，受募投项目部分验收投产，主要原材料采购量同比大幅增长，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。2024 年，公司原材料成本占营业成本的比重为 67.05%，是公司成本构成的主要部分。2024 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。

2024 年，受募投项目部分验收投产增加原材料备货影响，公司原纸、塑料粒子和 PE 膜采购量均大幅增加，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增长，PE 膜采购均价同比有所下降。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。

2024 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，2024 年，公司向前五名供应商采购额占比为 47.89%，同比有所下降，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 6 • 2023—2024 年公司主要原材料采购情况

种类	项目	2023 年	2024 年	2024 年同比变动（%）
原纸	采购均价（单位：元）	6480.73	6470.00	-0.17
	采购数量（单位：吨）	43604.46	64028.26	46.84
塑料粒子	采购均价（单位：元）	12626.12	13382.99	5.99
	采购数量（单位：吨）	8259.67	9725.87	17.75
PE 膜	采购均价（单位：元）	12050.62	10720.56	-11.04
	采购数量（单位：吨）	3377.88	5916.75	75.16

资料来源：公司提供

（2）生产与销售

2024 年，公司工业纸包装产品产销量较上年分别增长 20.83%和 17.52%，复合塑料包装产品产销量较上年持平，工业纸包装产品、复合塑料产品销售均价整体波动不大。2024 年，随着募投项目部分验收投产以及新验收的复合包装塑料生产设备增加，公司主要产品产能提升明显，产能利用率下降，其中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，复合塑料包装因下游需求未能同步增长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。

公司在上海拥有两个制造基地，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。2024 年，随着募投项目部分验收投产，公司工业纸包装产能提升，产量随销量有所上升，产能利用率有所下降；公司复合塑料包装产能大幅增加，主要系新验收的复合塑料包装生产设备增加所致，产量、销量较上年持平，产能利用率大幅下降。总体来看，公司工业纸包装和复合塑料包装产能提升明显，产能利用率下降，其中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，复合塑料包装因下游需求未能同步增长导致产能利用率持续处于较低水平，产能消化压力很大。

复合塑料包装产品新增产能对公司经营影响方面，公司新增复合塑料包装产品生产设备预计每年新增折旧摊销约 150 万元，对公司整体经营业绩影响不大。复合塑料包装产品产能消化和提升方面，一是公司将积极开拓下游客户，在维持现有产量的基础上寻求增量；二是公司使用现有产能研发酸奶杯、预制菜包装和蒸煮袋等新品。

图表 7 • 2023—2024 年公司主要产品产销情况

产品	项目	2023 年	2024 年	2024 年同比变动（%、个百分点）
工业纸包装产品	产能（单位：百万条）	346.94	426.97	23.07
	产量（单位：百万条）	279.52	337.75	20.83
	销量（单位：百万条）	279.05	327.95	17.52
	产能利用率（单位：%）	80.57	76.81	-3.76
	销售均价（单位：元/条）	2.76	2.76	0.00
复合塑料包装产品	产能（单位：百万延米）	271.20	474.59	75.00
	产量（单位：百万延米）	53.72	54.44	1.34
	销量（单位：百万延米）	53.04	52.66	-0.72
	产能利用率（单位：%）	19.81	11.47	-8.34
	销售均价（单位：元/延米）	3.15	2.97	-5.71

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。公司给予客户 1~3 个月不等的账期。公司以成本加法定价，对下游议价能力有限。2024 年，公司工业纸包装销售均价较去年持平，复合塑料产品的销售均价略有下降。2024 年，公司向前五名客户销售额占年度销售总额的比例为 32.24%，较 2023 年小幅下降，销售集中度尚可。

（3）经营效率

2024 年，公司经营效率指标同比有所波动，与所选公司相比表现尚可。

经营效率方面，2024 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 3.40 次、2.92 次和 0.42 次，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，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 8 • 2024 年同业主要上市公司经营效率情况

证券简称	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	7.66	2.84	0.77
中荣股份	7.16	3.49	0.66
新通联	7.52	3.13	0.82
公司	2.85	4.63	0.42

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致

资料来源：Wind，联合资信整理

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，产能不能充分消化的风险；光伏业务未来盈利水平存在较大不确定性。

在建项目方面，截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目预算合计为 15.87 亿元，还需投资 3.51 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。公司在建项目中主要为工业用纸包装和复合塑料包装的产能扩充，若产能释放不及预期，公司盈利水平或将受折旧摊销影响而下降，需关注产能消化风险。

截至 2025 年 3 月底，公司光伏组件在建项目拟投资金额合计 2.17 亿元，已投资金额合计 1.25 亿元。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。公司于 2023 年 11 月投资设立艾纳新能源，持股 51.50%，主要负责生产光伏复合材料边框。截至 2024 年底，艾录新能源资产总额 8730.23 万元，净资产为-1088.37 万元；艾纳新能源资产总额 8535.07 万元，净资产为 1978.10 万元。2024 年，艾录新能源和艾纳新能源分别实现营业收入 1076.20 万元和 297.59 万元，利润总额分别为-3636.70 万元和-2356.99 万元。同期，公司光伏组件项目尚处投资初期，前期研发、资质认证、材料/产品送样验证等一系列流程时间周期较长，公司对相关资产计提减值损失 675.51 万元。

公司光伏组件在建项目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，未来盈利水平存在较大不确定性，需持续关注相关资产减值和经营亏损情况。

图 表 9 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预算数	截至 2025 年 3 月底已投入金额	尚需投资	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	6.66	0.24	2024 年 11 月	募集资金
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	4.45	2.35	2024 年 11 月	自筹资金
高性能光伏背板膜生产线新建项目	0.80	0.74	0.06	2024 年 3 月	自筹资金
光伏边框复合材料生产线新建项目	1.37	0.51	0.86	2024 年 7 月	自筹资金
合计	15.87	12.36	3.51	--	--

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，公司已将光伏背板膜及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 2024 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 2025 年一季度财务报表未经审计。2024—2025 年 3 月底，公司合并范围内未发生变化；截至 2025 年 3 月底，公司合并范围内子公司 7 家，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年底，公司资产总额小幅增长；应收账款和存货仍对营运资金形成一定占用，资产受限比例尚可，资产质量较好。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 29.35 亿元，较上年底增长 6.33%，其中，流动资产占 32.85%，非流动资产占 67.15%，非流动资产较上年底占比上升较快，公司资产结构以非流动资产为主；截至 2024 年底，公司应收账款较上年底有所增长，主要系销售规模增长所致，存货较上年底有所增长，主要系新增产能增加备货所致；存货主要由原材料（占 47.13%）、库存商品（占 14.72%）和发出商品（占 19.13%）构成，存货当期计提跌价准备 0.05 亿元，累计计提跌价准备为 0.10 亿元，计提比例很低；应收账款账龄以 1 年以内为主，坏账计提比例为 6.17%，应收账款期末余额前五大客户占比为 22.98%，集中度一般。受募投项目建设资金投入，截至 2024 年底货币资金较上年底大幅下降至 1.83 亿元，其中受限比例 7.16%。2024 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 2025 年 3 月底，公司受限资产主要用于抵押融资的固定资产和无形资产，合计金额为 6.10 亿元，受限比例为 20.78%。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 29.34 亿元，较上年底下降 0.03%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 32.71%，非流动资产占 67.29%，公司资产结构较上年底变化不大。

图 表 10 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底		2024 年底较上年底变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	12.75	46.21	9.64	32.85	9.60	32.71	-24.41%
货币资金	5.74	20.79	1.83	6.25	1.80	6.14	-68.03%
应收账款	2.27	8.24	2.86	9.76	2.74	9.33	25.89%
存货	2.83	10.27	3.55	12.09	3.65	12.45	25.17%
非流动资产	14.84	53.79	19.71	67.15	19.74	67.29	32.74%
固定资产	6.40	23.20	12.29	41.87	12.20	41.60	91.91%

在建工程	5.29	19.17	4.47	15.24	4.69	16.00	-15.45%
资产总额	27.60	100.00	29.35	100.00	29.34	100.00	6.33%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，受益于可转债大规模转股和经营利润累积，公司所有者权益规模有所增长。

资本结构方面，截至 2024 年底，公司所有者权益 15.35 亿元，较上年底增长 27.23%，主要系可转债大规模转股和经营利润累积所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.80%，少数股东权益占比为 0.20%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占 28.17%、25.17%和 39.95%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 15.33 亿元，较上年底下降 0.14%，权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司债务总额有所下降，债务负担有所减轻。

负债方面，2024 年底，公司负债总额 14.00 亿元，较上年底下降 9.89%。其中，流动负债占 54.22%，非流动负债占 45.78%，以流动负债为主，流动负债占比上升较快；流动负债方面，公司应付账款较上年底有所增长，主要系采购规模增长所致，其他应付款较上年底大幅增长，主要系产能增加，应付工程设备款增加所致，一年内到期的非流动负债较上年底持平，主要为一年内到期的长期借款；非流动负债方面，公司长期借款为 4.11 亿元，较上年底同比小幅增长，长期借款主要为抵押及保证借款，应付债券较上年底大幅下降，主要系“艾录转债”大规模转股所致。

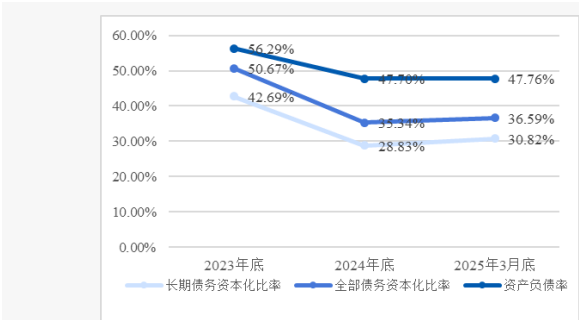
图表 11 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底		2024 年底较上年底变动率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	6.30	40.55	7.59	54.22	6.88	49.10	20.49%
应付账款	1.12	7.20	2.00	14.31	2.14	15.28	79.03%
其他应付款	0.31	1.97	2.06	14.74	1.46	10.45	573.03%
一年内到期的非流动负债	1.08	6.95	1.09	7.79	1.18	8.39	1.07%
非流动负债	9.24	59.45	6.41	45.78	7.13	50.90	-30.61%
长期借款	3.86	24.86	4.11	29.34	4.73	33.76	6.32%
应付债券	4.60	29.58	1.68	12.00	1.69	12.06	-63.45%
负债总额	15.54	100.00	14.00	100.00	14.01	100.00	-9.89%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

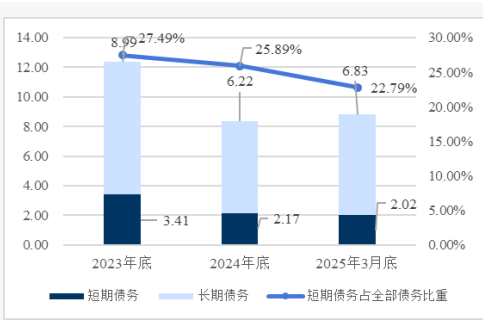
债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 8.39 亿元，较上年底有所下降；债务结构以长期债务为主，其中，短期债务较上年底下降 36.23%，主要系短期借款减少所致，长期债务较上年底下降 30.83%，主要系“艾录转债”大规模转股，应付债券减少所致；从债务指标来看，公司债务负担较上年底有所减轻。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额 14.01 亿元，较上年底增长 0.09%，其中，流动负债占 49.10%，非流动负债占 50.90%，公司负债结构相对均衡；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均略有提升，债务负担尚可。

图表 12 • 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 13 • 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

2024 年，公司营业总收入同比有所增长，受期间费用增加以及计提资产减值损失等因素影响，利润总额同比有所下降，在同行业可比企业中，公司盈利指标表现一般。

盈利方面，2024 年，受工业纸包装下游市场需求增加以及新增光伏业务收入等综合因素影响，公司营业总收入同比有所增长。2024 年，公司期间费用率¹为 17.46%，同比提升 1.79 个百分点，期间费用总额同比增长 24.36%，主要系管理费用增加所致，另随着销售规模的增长和研发投入的增加，销售费用和研发费用均同比有所增长，财务费用同比有所增加，主要系可转债利息支出增加所致，期间费用控制能力有待提升；非经常损益方面，2024 年，公司其他收益 0.14 亿元（2023 年为 0.06 亿元），占营业利润的比重为 31.95%，同比增幅较大，主要系本期增加高新技术企业享受增值税加计抵减所致；资产减值损失 0.11 亿元（2023 年为 0.02 亿元），占营业利润的比重为 25.58%，同比增幅较大，主要系存货跌价及固定资产减值增加所致。受上述影响，当期公司利润总额同比下滑。盈利指标方面，2024 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比下降。与所选公司比较，公司盈利指标表现一般。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 2.84 亿元，同比增长 5.47%；实现利润总额-0.02 亿元，转为亏损，主要系折旧摊销和管理费用增加所致。

图表 14 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月	2024 年同比增长率（%、个百分点）
营业总收入	10.67	11.91	2.84	11.63
营业成本	8.15	9.33	2.33	14.47
费用总额	1.67	2.08	0.53	24.36
其中：销售费用	0.26	0.28	0.06	8.93
管理费用	0.84	1.14	0.32	35.13
研发费用	0.40	0.43	0.10	8.55
财务费用	0.18	0.23	0.05	31.20
投资收益	0.02	0.02	0.00	-4.15
资产减值损失	-0.02	-0.11	-0.01	393.68
其他收益	0.06	0.14	0.01	140.94
利润总额	0.80	0.44	-0.02	-45.41
营业利润率	22.88	21.06	17.09	-1.82
总资本收益率	3.69	2.50	--	-1.18
净资产收益率	5.72	1.99	--	-3.73

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 15 • 2024 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	171.57	24.80	8.29	12.34
中荣股份	27.82	18.31	3.73	4.75
新通联	8.76	20.05	5.99	6.26
公司	11.91	21.63	2.47	1.99

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind，联合资信整理

2024 年，公司经营活动现金流净额同比有所增长，投资活动现金净流出规模较上年持平，筹资活动前现金流量净额由正转负，对外仍有一定融资需求。

现金流方面，2024 年，公司销售规模增长，经营活动现金流入额和流出额均同比有所增长，分别为 11.05 亿元和 8.71 亿元，现金收入比为 78.48%，同比下降 10.66 个百分点，主要系智能包装系统下游客户设备验收和回款周期延长所致，经营活动现金流净额同比增长 3.30%；受公司赎回理财规模增长影响，投资活动现金流入额大幅增长，受购买理财及房屋、设备投资增加等因素影响，投资活动现金流出额大幅增长，投资活动净现金流保持净流出状态；公司筹资活动现金流净额由正转负。2024 年，公司筹资活动前现金流净额为-2.58 亿元，公司仍有一定融资需求。

¹ 期间费用率=期间费用/营业总收入*100%

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为 0.01 亿元，投资活动现金流净额为-0.82 亿元，筹资活动现金流净额为 0.86 亿元。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	10.24	11.05	2.64
经营活动现金流出小计	7.98	8.71	2.63
经营现金流量净额	2.26	2.34	0.01
投资活动现金流入小计	1.31	4.56	0.07
投资活动现金流出小计	6.22	9.48	0.89
投资活动现金流量净额	-4.91	-4.92	-0.82
筹资活动前现金流量净额	-2.64	-2.58	-0.81
筹资活动现金流入小计	10.84	1.65	0.92
筹资活动现金流出小计	4.88	2.82	0.06
筹资活动现金流量净额	5.96	-1.17	0.86
现金收入比	89.14%	78.48%	79.85%

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

2024 年，公司短期偿债指标表现有所弱化，长期偿债指标表现良好；公司间接融资渠道较为畅通，且具备直接融资渠道。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	202.47%	127.02%	139.48%
	速动比率	157.47%	80.28%	86.39%
	经营现金流动负债比	35.95%	30.82%	0.16%
	经营现金/短期债务（倍）	0.66	1.08	0.01
	现金短期债务比（倍）	1.92	1.19	1.27
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.74	1.71	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.11	4.91	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	0.28	0.00
	EBITDA 利息倍数（倍）	8.25	5.29	--
	经营现金/利息支出（倍）	10.71	7.24	0.19

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 2024 年底，受货币资金大幅减少影响，公司流动比率、速动比率同比均显著下降；经营现金流动负债比率也同比有所下降；受短期债务规模下降影响，经营现金/短期债务同比有所提升；公司现金类资产大幅减少，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。整体看，公司短期偿债指标表现有所弱化。

2024 年，公司 EBITDA 和经营现金对利息支出的保障能力强，公司长期偿债指标表现良好。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在对外担保事项。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼事项。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度 17.02 亿元，已使用 5.36 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 2024 年底，公司本部资产占合并口径的 79.36%；公司本部负债占合并口径的 47.57%；公司本部所有者权益占合并口径的 108.36%；公司本部全部债务占合并口径的 46.05%；公司本部营业总收入占合并口径的 93.18%；公司本部利润总额占合并口径的 305.76%。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 23.29 亿元，较上年底变化不大，资产结构较为均衡，主要由货币资金、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 1.68 亿元；公司本部负债总额 6.66 亿元，较上年底下降 36.24%，以流动负债为主，主要由短期借款、应付票据、应付账款、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成，公司本部 2024 年底资产负债率为 28.59%，较 2023 年底下降 16.90 个百分点，全部债务 3.86 亿元，债务期限结构较为均衡，全部债务资本化比率 18.85%，公司本部债务负担尚可。截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 16.63 亿元，较上年底增长 32.86%，主要系可转债大规模转股和经营利润累积所致，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 25.99%）、资本公积合计 3.86 亿元（占 23.20%）、未分配利润合计 7.45 亿元（占 44.80%）、盈余公积合计 0.94 亿元（占 5.67%）。

2024 年，公司本部营业总收入为 11.09 亿元，利润总额为 1.33 亿元，投资收益为 0.09 亿元；公司本部经营活动现金流净额为 1.86 亿元，投资活动现金流净额-2.88 亿元，筹资活动现金流净额-2.05 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，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。2024 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，2024 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。2024 年，公司安全生产投入为 112.84 万元，全年未发生一般及较大安全生产事故，全年外来施工未发生安全生产事故。

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、监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

2024 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 2025 年 3 月底，公司存续债券“艾录转债”余额为 1.78 亿元。2024 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 18 • 公司存续债券偿还能力指标

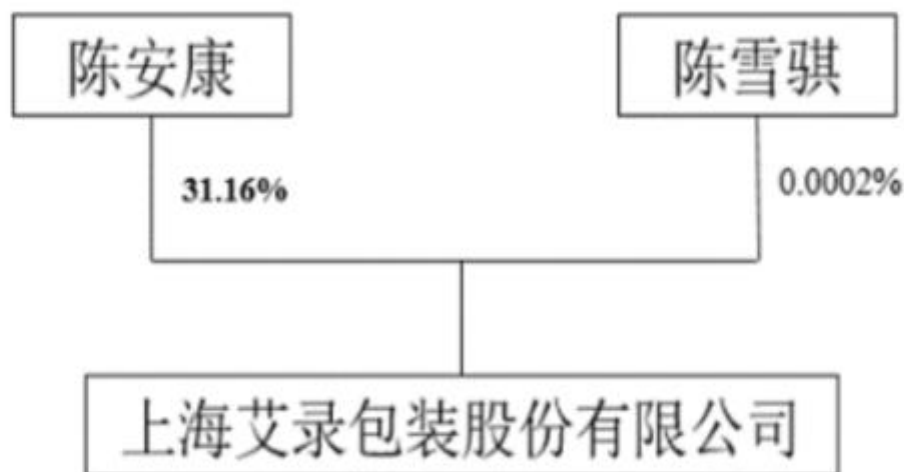
项目	2024 年
待偿债券余额（亿元）	1.78
现金类资产/待偿债券余额（倍）	1.45
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	6.21
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	1.31
EBITDA/待偿债券余额（倍）	0.96

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

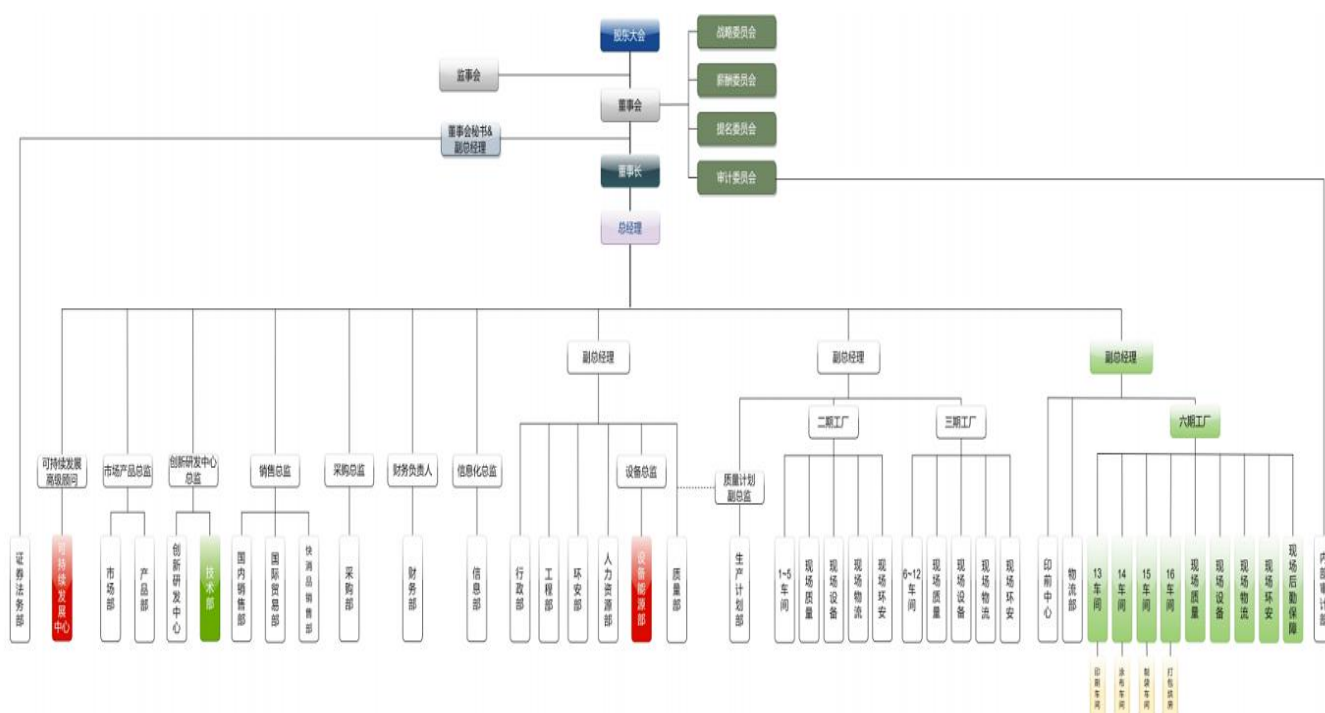
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺,维持“艾录转债”的信用等级为 A⁺,评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 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	塑料类日化品的研发、生产、销售	58.52%	--	新设成立
上海艾智迅新能源有限责任公司	500.00	新能源经销业务	51.00%	--	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	30000.00	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	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	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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	6.56	2.58	2.56
应收账款（亿元）	2.27	2.86	2.74
其他应收款（亿元）	0.13	0.12	0.08
存货（亿元）	2.83	3.55	3.65
长期股权投资（亿元）	0.39	0.39	0.39
固定资产（亿元）	6.40	12.29	12.20
在建工程（亿元）	5.29	4.47	4.69
资产总额（亿元）	27.60	29.35	29.34
实收资本（亿元）	4.00	4.32	4.32
少数股东权益（亿元）	0.19	0.03	-0.01
所有者权益（亿元）	12.06	15.35	15.33
短期债务（亿元）	3.41	2.17	2.02
长期债务（亿元）	8.99	6.22	6.83
全部债务（亿元）	12.39	8.39	8.84
营业总收入（亿元）	10.67	11.91	2.84
营业成本（亿元）	8.15	9.33	2.33
其他收益（亿元）	0.06	0.14	0.01
利润总额（亿元）	0.80	0.44	-0.02
EBITDA（亿元）	1.74	1.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	9.51	9.34	2.27
经营活动现金流入小计（亿元）	10.24	11.05	2.64
经营活动现金流量净额（亿元）	2.26	2.34	0.01
投资活动现金流量净额（亿元）	-4.91	-4.92	-0.82
筹资活动现金流量净额（亿元）	5.96	-1.17	0.86
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.48	3.40	--
存货周转次数（次）	2.62	2.92	--
总资产周转次数（次）	0.46	0.42	--
现金收入比（%）	89.14	78.48	79.85
营业利润率（%）	22.88	21.06	17.09
总资本收益率（%）	3.69	2.50	--
净资产收益率（%）	5.72	1.99	--
长期债务资本化比率（%）	42.69	28.83	30.82
全部债务资本化比率（%）	50.67	35.34	36.59
资产负债率（%）	56.29	47.70	47.76
流动比率（%）	202.47	127.02	139.48
速动比率（%）	157.47	80.28	86.39
经营现金流动负债比（%）	35.95	30.82	--
现金短期债务比（倍）	1.92	1.19	1.27
EBITDA 利息倍数（倍）	8.25	5.29	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.11	4.91	--

注：1. 公司 2025 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

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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	5.44	2.28	/
应收账款（亿元）	2.23	2.85	/
其他应收款（亿元）	1.64	3.29	/
存货（亿元）	2.12	2.74	/
长期股权投资（亿元）	4.46	5.63	/
固定资产（亿元）	5.89	5.61	/
在建工程（亿元）	0.14	0.13	/
资产总额（亿元）	22.96	23.29	/
实收资本（亿元）	4.00	4.32	/
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	/
所有者权益（亿元）	12.52	16.63	/
短期债务（亿元）	2.81	2.01	/
长期债务（亿元）	5.54	1.86	/
全部债务（亿元）	8.35	3.86	/
营业总收入（亿元）	9.87	11.09	/
营业成本（亿元）	7.55	8.33	/
其他收益（亿元）	0.05	0.12	/
利润总额（亿元）	0.99	1.33	/
EBITDA（亿元）	1.17	1.54	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.78	8.77	/
经营活动现金流入小计（亿元）	9.40	9.34	/
经营活动现金流量净额（亿元）	2.54	1.86	/
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.38	-2.88	/
筹资活动现金流量净额（亿元）	2.86	-2.05	/
财务指标			
销售债权周转次数（次）	3.43	3.32	/
存货周转次数（次）	3.02	3.43	/
总资产周转次数（次）	0.48	0.48	/
现金收入比（%）	88.97	79.01	/
营业利润率（%）	22.74	24.41	/
总资本收益率（%）	5.11	6.86	/
净资产收益率（%）	7.09	7.24	/
长期债务资本化比率（%）	30.66	10.04	/
全部债务资本化比率（%）	40.00	18.85	/
资产负债率（%）	45.49	28.59	/
流动比率（%）	248.33	242.42	/
速动比率（%）	203.33	183.53	/
经营现金流动负债比（%）	54.01	40.05	/
现金短期债务比（倍）	1.94	1.14	/
EBITDA 利息倍数（倍）	6.57	7.58	/
全部债务/EBITDA（倍）	7.13	2.52	/

注：1. 公司本部 2025 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. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获

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	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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

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