

浙江福莱新材料股份有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【219】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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

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

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

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

浙江福莱新材料股份有限公司相关债券2025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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
福新转债	A+	A+

评级观点

本次等级的评定是考虑到：浙江福莱新材料股份有限公司（以下简称“福莱新材”或“公司”，股票代码“605488.SH”）具备规模化的喷墨打印材料生产制造能力及产品多样化优势，跟踪期内公司主要产品产能持续提升，产销量保持增长，烟台基地建成后有望成为公司另一个重要生产基地，且本期债券转股一定程度提升了公司资本实力。同时中证鹏元也关注到，当前公司仍处于产能扩张阶段，财务杠杆水平或进一步上升，新增产能或面临消化风险，2024年受益于搬迁补偿收益，净利润增长明显，但经营现金流表现弱化；此外，公司为部分小微经销商客户提供担保，面临一定坏账及或有负债风险。

评级日期

2025年06月24日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	35.89	35.04	28.91	18.62
归母所有者权益	15.49	14.25	12.71	10.48
总债务	15.75	15.44	11.79	5.71
营业收入	6.03	25.41	21.31	19.01
净利润	0.35	1.22	0.69	0.75
经营活动现金流净额	-0.20	-0.07	0.88	0.20
净债务/EBITDA	--	6.53	4.33	0.37
EBITDA 利息保障倍数	--	4.26	2.83	61.52
总债务/总资本	49.23%	50.70%	46.90%	33.96%
FFO/净债务	--	6.65%	10.02%	156.52%
EBITDA 利润率	--	6.70%	5.82%	5.49%
总资产回报率	--	5.37%	3.41%	4.55%
速动比率	0.87	0.88	1.12	1.63
现金短期债务比	0.55	0.55	1.03	1.47
销售毛利率	15.99%	13.38%	13.44%	12.84%
资产负债率	54.75%	57.13%	53.83%	40.35%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **跟踪期内主要产品产能持续提升，产销量继续增长。**截至 2024 年末，公司广告喷墨打印材料及标签标识印刷材料年生产能力分别达到 9.00 亿平方米和 8.80 亿平方米，产能规模有所扩大；2024 年上述材料的产量分别增长 6.77%、23.21%，销量分别增长 11.30%、21.32%，公司在喷墨打印材料细分行业具有一定规模优势，且主要产品的产能利用率维持高水平；截至 2024 年末，公司在烟台厂区建设的项目累计投资超过 10 亿元，建成后有望成为公司另一个重要生产基地。
- **跟踪期内本期债券转股一定程度上提升了公司资本实力。**2024 年 1 月-2025 年 3 月本期债券累计转股数量为 14,755,827 股，累计转股金额为 2.00 亿元，截至 2025 年 3 月末，可转债余额下降至 1.12 亿元，归母所有者权益增加至 15.49 亿元，本期债券转股一定程度充实了公司的资本实力。

关注

- **扩产周期下公司总债务增长较快，偿债压力有所上升。**目前公司仍处于产能扩张期，截至 2024 年末，公司主要在建项目尚需投资仍有一定规模，虽已通过募集资金解决部分项目资金需求，但对外部融资依赖程度较高，2024 年公司总债务规模增至 15.44 亿元，同比增长 30.96%，由于负债规模扩张，2024 年末公司资产负债率、总债务/总资本均有所上升，净债务规模亦有所扩大，偿债压力有所上升；此外虽然公司在建项目烟台富利厂区项目、烟台分公司福莱新材料项目的主要产品在新兴领域有较为广泛的应用前景，但整体新增产能较大，项目建成后产能能否有效消化有待观察。
- **搬迁补偿收益对盈利贡献明显，新增产能投入后，经营现金流表现有所弱化。**2024 年公司实现净利润 1.22 亿元，其中包含收到的搬迁补偿 1.02 亿元，扣除该项资产处置收益后，公司利润水平同比略有下降，主业盈利能力有所下降，因烟台富利公司产能释放、库存增加等原因，当期经营现金流转为净流出；虽然 2024 年主要原材料价格较为平稳，未对公司形成较大的成本压力，但公司产品价格调整与原材料价格变动在时间上存在一定的滞后性，若遇原材料快速上涨，则盈利仍存在下滑风险。
- **公司为部分中小微经销商客户提供担保，面临坏账及或有负债风险。**公司客户分散且集中度较低，但其中小微经销商占比高，抗风险能力弱；同时，2024 年末公司应收账款继续上升至 5.18 亿元，需关注其中小微经销商客户可能存在的坏账风险；同期末，公司存在对该类客户的担保余额 2,084.94 万元，虽有反担保措施，但考虑到该类客户抗风险能力一般，仍面临或有负债风险。

未来展望

- 公司在喷墨打印材料细分行业具有一定规模、产品优势及市场认可度，主要产品产能利用率高，烟台基地建成后有望成为公司另一个重要生产基地，预计公司业务具有一定持续性。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

同业比较（单位：亿元）

指标	斯迪克 (300806.SZ)	纳尔股份 (002825.SZ)	福莱新材 (605488.SH)
总资产	76.40	25.54	35.04
营业收入	26.91	19.00	25.41
收入同比增速	36.68%	27.73%	19.23%
净利润	0.53	1.28	1.22
销售毛利率	24.60%	17.11%	13.38%
资产负债率	70.98%	40.15%	57.13%

总资产周转率	0.36	0.77	0.79
--------	------	------	------

注：表中数据为 2024 年数据；
 资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
化工企业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	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	5/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
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					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

注：各指标得分越高，表示表现越好；

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
福新转债	4.29	1.0858	2024-06-06	2029-01-04

注：表中债券余额为截至 2025 年 5 月 20 日的余额；

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年01月04日发行6年期4.29亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新型环保预涂功能材料建设项目和补充流动资金。截至2024年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.85亿元¹。2024年本期债券募投项目实现部分产线转固投产，但是因项目用地实际交付时间晚于预期，同时结合环保型水性预涂包装材料市场情况，公司决定在原实施地点的基础上，新增实施地点“浙江省嘉善县姚庄镇清丰路8号”，并调整募投项目相关产线投建速度，将项目达到预定可使用状态日期由原定的2025年1月31日延后至2026年1月31日。

二、 发行主体概况

2024年由于实行股票激励计划、本期债券转股等，截至2025年3月末，公司股本增至2.01亿元，控股股东及实际控制人无变化，截至2024年末，夏厚君直接持有公司46.23%的股权，并通过嘉兴市进取企业管理合伙企业（有限合伙）和上海钤纪企业管理有限公司间接持股3.35%，为公司控股股东及实际控制人，且尚无股票质押情况。

2024年公司合并报表范围内新增一级子公司浙江福泽装备技术有限公司，烟台展扬包装制品有限公司，并注销一级子公司浙江福聚新材料有限公司，截至2024年末纳入合并范围内的一级子公司为12家。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应

¹ 此外，截至 2024 年 12 月 31 日，公司使用暂时闲置募集资金购买的尚未到期的结构性存款余额为 3,000.00 万元。

对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

公司产品主要应用领域户外广告宣传品市场竞争激烈，下游市场规模受需求迁移等影响逐年下滑，但消费电子市场企稳回暖、汽车市场稳中有增，电子级功能材料的市场空间较为广阔且增量空间较大

公司所属细分行业为功能性涂布复合材料行业，下游主要包括广告宣传品制作行业、标签标识印刷行业、消费电子行业、汽车电子行业等。电子级功能材料主要应用于消费电子、汽车电子等行业，产品需求随着下游行业的发展而逐年扩大。智能手机市场为消费电子中最大的细分市场之一，近年我国智能手机产量存在较大波动，整体看来，国内智能手机产量处于较高水平，2024年全年中国智能手机市场出货量约2.86亿台，同比增长5.6%，时隔两年触底反弹；智能手机产量增速于2023年开始反弹，2024年达到9%，亦显著提高。从PC出货量来看，根据IDC的数据，2024年全球PC出货总量达到2.63亿台，同比增长约1%，其中第四季度PC出货量增长1.8%，达到6,890万台。

汽车方面，2024年国家发改委、财政部及地方政府持续推动汽车以旧换新、置换补贴支持，中国汽车市场整体呈稳中有增态势。根据中汽协数据，2024年，我国汽车产销量分别达3,128.2万辆和3,143.6万辆，同比分别增长3.7%和4.5%。值得关注的是，随着国内自主品牌新能源汽车性能持续提升，品牌价值不断增加，新能源汽车延续较高景气度。2024年，我国新能源汽车产销量分别达1,288.8万辆和1,286.6万辆，同比分别增长34.4%和35.5%，表现亮眼。

图1 国内智能手机产量增速波动较大

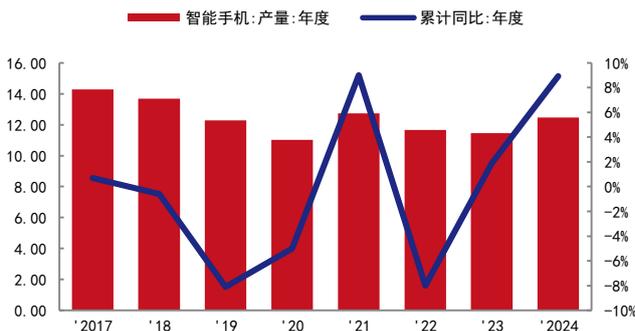


图2 新能源车销量维持高增长（万辆）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

户外实体广告行业是喷墨打印最重要的应用领域之一，该领域市场竞争激烈，下游市场规模受需求迁移等影响逐年下滑。随着大众偏好的改变和互联网技术的发展，网络广告市场规模快速增长，根据艾瑞咨询发布的《2025年中国互联网营销市场研究报告》，2025年中国网络广告市场规模预计同比增长9.5%，主要得益于移动互联网的普及和用户在线时间的增加，尤其是短视频、直播等新兴平台的兴起，吸引了大量广告主投入。与此同时，以电视、广播、杂志为代表传统广告市场规模在持续萎缩，一定程度上可能削弱对喷墨打印材料的需求。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 网络广告市场规模保持增长



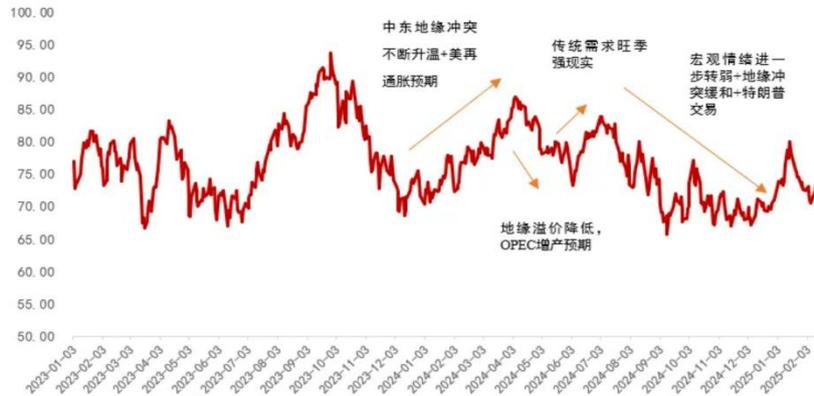
资料来源：Wind、艾瑞咨询发布的《2025年中国互联网营销市场研究报告》，中证鹏元整理

2024年原油价格全年整体呈现震荡偏弱的走势，2025年地缘政治局势复杂多变，俄乌冲突的进展、中东地区的紧张局势以及美国增加关税等都可能对原油市场产生重大影响，仍需关注原油价格波动可能使其下游相关行业面临显著的原材料价格波动风险

以WTI轻质原油期货为例，其价格自2025年初的约70美元/桶上涨至4月中旬的85美元/桶。在此期间，地缘政治冲突以及美联储降息预期的不断增强成为推动原油价格走强的重要因素。自2023年12月中旬起，全球地缘政治紧张局势持续升级，欧洲与中东地区局势频繁波动，推动原油价格连续上涨。2024年4月后，市场紧张情绪逐渐降温，地缘政治溢价随之回吐。与此同时，在宏观经济层面，美国通胀出现反弹，且就业数据表现强劲，导致降息预期不断下调，进而拖累原油价格。在强势美元的带动下，原油价格随后冲高回落。

原油波动态势可能间接传导至功能性涂布复合材料行业，使其面临显著的原材料价格波动风险。从成本端看，原油作为基础化工原料，其价格高频震荡会直接推升聚酯、聚丙烯等上游树脂及溶剂的采购成本，对行业而言，需重点关注两大风险传导路径：一是原油价格短期剧烈波动可能导致企业库存价值大幅波动，影响现金流稳定性；二是上下游价格传导滞后可能压缩加工环节利润空间。

图4 近年 WTI 价格走势情况（美元/桶）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务仍为功能性涂布复合材料的研发、生产和销售。营业收入方面，因各主要产品产销量增加，2024年公司实现营业收入25.41亿元，同比增长19.23%，一半以上仍来源于广告喷墨打印材料，其次为标签标识印刷材料，电子级功能材料及功能基膜均占比较小。毛利率方面，电子级功能材料的毛利率表现大幅好转，对整体毛利率形成了较好的支撑，2024年公司销售毛利率为13.38%，同比基本持平。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
广告喷墨打印材料	13.33	52.50%	13.28%	12.36	58.00%	14.59%
标签标识印刷材料	7.07	27.85%	18.80%	5.52	25.90%	15.85%
电子级功能材料	0.93	3.66%	15.83%	0.58	2.72%	5.33%
功能基膜	2.12	8.35%	-4.11%	1.00	4.69%	-1.20%
其他	1.46	5.75%	8.80%	0.42	1.97%	13.73%
主营业务合计	24.92	98.11%	13.20%	19.89	93.34%	13.86%
其他业务	0.48	1.89%	22.92%	1.42	6.66%	7.53%
营业收入合计	25.41	100.00%	13.38%	21.31	100.00%	13.44%

资料来源：公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

跟踪期内，因IPO募投项目及烟台富利公司产能释放，公司各产品的产能、产量均有所增加，产能利用率整体较高

2024年公司研发投入较为稳定。公司在高性能复合薄膜材料、纳米涂布复合薄膜材料方面有一定研发实力，设有浙江省省级高新技术企业研究开发中心等，获得了国家级专精特新“小巨人”称号，2024年研发投入9,278.47万元，同比保持稳定。

生产制造方面，公司仍采取“以销定产”的生产模式，从产能来看，2024年因IPO项目、烟台富利公司产能释放等，公司各项主要产品的产能均有增加，其中标签标识印刷材料产能利用仍保持高水平；随着消费电子市场企稳回暖，电子级功能材料产能利用率显著提升，产量大幅增加，但是产能利用率仅为50%左右；由于仍处在产能爬坡阶段，功能基膜产能利用率仍较低。

表2 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况（单位：万平方米、吨）

产品类别	项目	2024年	2023年
广告喷墨打印材料	产能	90,000.00	80,500.00
	产量	83,415.00	78,128.00
	产能利用率	92.68%	97.05%
标签标识印刷材料	产能	88,000.00	72,000.00
	产量	84,449.00	68,539.00
	产能利用率	95.96%	95.19%
电子级功能材料	产能	3,800.00	3,300.00
	产量	1,963.00	1,085.00
	产能利用率	51.66%	32.88%
功能基膜	产能	32,000.00	25,000.00
	产量	23,455.00	15,892.00
	产能利用率	73.30%	63.57%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要产品的销售模式未发生变化，各项产品销量有所增加，产销率维持较高水平，毛利率互有涨跌

公司广告喷墨打印材料仍以经销为主，电子级功能材料采取直销、经销相结合的模式，标签标识印刷材料主要采用直销模式。款项结算方面，仍根据不同客户制定有不同的信用政策。

2024年公司各项产品销量有所增加：（1）传统产品方面，公司通过产品结构优化调整、内贸产业整合以及外贸市场的积极开拓，广告喷墨打印材料、标签标识印刷材料销量有所提升；（2）电子级功能材料方面，公司加大研发投入，推动技术创新与产品升级，同时积极拓展大客户资源，优化客户结构，该类材料的销量显著提升，2024年销售收入同比增长61.91%，毛利率同比上升10.50个百分点；（3）功能基膜方面，烟台基地产能释放后产销量有所增加，但设备调试阶段成本较高，导致毛利率暂时为负数。

单价方面，2024年广告喷墨打印材料、电子级功能材料的单价虽有下降，但原材料价格亦呈下降趋势，公司仍维持了较稳定的毛利率水平；此外，因功能基膜产品的市场竞争激烈，单价同比下降幅度较大，但该产品占比小，未对公司形成显著不利影响。

表3 公司主要产品销售情况（单位：元/平方米、元/吨）

项目	2024年			2023年		
	销量	单价	产销率	销量	单价	产销率
广告喷墨打印材料（万平方米）	84,943	1.57	101.83%	76,321	1.62	97.69%

标签标识印刷材料（万平方米）	83,097	0.85	98.40%	68,493	0.81	99.93%
电子级功能材料（万平方米）	1,967	4.75	100.20%	1,114	5.18	102.67%
功能基膜材料（吨）	19,673	1.08	83.88%	12,121	8.29	76.27%

资料来源：公司提供

2024年公司仍以境内市场销售为主，收入占比在80%以上，但通过深耕东南亚、中东等新兴市场，以高性价比产品替代当地低端材料实现突破，外销也表现出较好的增速水平。

客户方面，公司主要客户较为稳定，其中标签标识印刷业务主要采用直销模式，其主要客户有艾利集团、芬欧蓝泰等；电子级功能材料领域的直销客户主要为信维通信、常州富烯科技股份有限公司等，上述客户具有一定的品牌知名度与业务规模。集中度方面，公司客户较为分散，集中度较低。

表4 公司收入构成情况（单位：万元）

项目	2024		2023		
	收入	占比	收入	占比	
按销售区域	境内销售	208,472.25	83.65%	168,885.01	84.91%
	境外销售	40,749.89	16.35%	30,024.18	15.09%
	小计	249,222.14	100.00%	198,909.19	100.00%
按销售模式	经销销售	156,350.12	62.74%	127,416.43	64.06%
	直销销售	92,872.01	37.26%	71,492.76	35.94%
	小计	249,222.14	100.00%	198,909.19	100.00%

资料来源：公司提供

需关注的是，经销模式占公司收入的比例仍在60%以上，经销商管理及经销商关系维护对公司营销网络渠道建设和品牌形象至关重要，同时随着销售收入增加导致应收账款相应增加，虽然公司坚持每年年底对小微客户的欠款进行清账，采取了一定的抗风险措施，但中小微经销商抗风险能力弱，该部分应收账款仍存在一定的坏账风险。

公司原材料均为通用材料且通过自建等方式延长了上游产业链，主要基材、胶水可以自供，一定程度减弱了对供应商的依赖，但仍需关注公司产品价格调整滞后于原材料价格变动，可能影响盈利状况

公司生产所需原辅材料的日常采购仍采取“以产定购”的模式，一方面，PET膜、PVC等原材料价格有所回落，且公司通过自建等方式延长了上游产业链，主要基材、胶水可以自供，综合来看原材料并未对公司形成较大的成本压力，但需关注的是，公司产品价格调整与原材料价格变动在时间上存在一定的滞后性，若公司不能通过及时调整销售价格转移成本，则盈利水平仍存在下滑风险。

供应商方面，2024年公司主要供应商整体较为稳定，前五名供应商采购额 54,608.73万元，占年度采购总额 27.63%，有一定的集中度，但考虑到公司原材料均为通用材料，对单一供应商的依赖风险较低。

表5 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

品类	2024年		2023年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
PP 合成纸	23,292.51	11.78%	45,812.99	28.12%
PET 膜	16,953.49	8.58%	16,154.07	9.91%
PVC	13,373.75	6.77%	11,384.56	6.99%
纸类	19,684.39	9.96%	23,928.38	14.69%
胶水	2,681.39	1.36%	2,568.45	1.58%
CPP 膜	3,209.39	1.62%	3,856.11	2.37%

资料来源：公司提供

近年公司围绕“产业一体化、多应用领域延展”双轮驱动战略，通过在烟台设立分公司及收购烟台富利新材料科技有限公司等进行生产基地布局，大幅扩充产能的同时需关注资金压力及产能消化风险

截至2024年末，公司主要在建项目包括：（1）功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部综合大楼建设项目²为IPO募投项目，其中功能性涂布复合材料生产基地拟新增30条涂布生产线、10条分切生产线，并新建立体仓库一处，预计项目满产后新增功能性涂布复合材料产能5.2亿平方米；（2）烟台分公司新型材料项目：为变更后新增的IPO募投项目，实施地点为山东省烟台市海阳市行村镇丁字湾智能制造产业园，截至2024年末，该项目一期、二期合计已投资3.78亿元。（3）烟台富利厂区及生产线建设工程项目：2021年9月，公司收购富利新材，并开始投资该项目建设，项目总用地235亩，分三期建设，主要产品为BOPP功能膜及PETG热收缩膜等，截至2024年末，该项目一期一线已完工转入固定资产、二期二线及二期尚在建设中，包括已转固部分该项目计划总投资9.66亿元。（4）本期债券募投项目-新型环保预涂功能材料建设项目：计划总投资（扣除铺底流动资金后）3.81亿元，截至2024年末已投资1.79亿元。

总体来看，虽然公司在建项目中已通过募集资金解决部分资金需求，但需自筹资金的烟台富利厂区项目、烟台分公司福莱新型材料项目等尚需资金规模较大，面临较大的资金压力；同时，虽然在建项目的主要产品PETG热收缩膜可用于饮料瓶的收缩套标、化妆品、酒类包装等多个新兴领域，预计可为公司带来一定业务增量。但是如果项目建设过程中存在设备到位延迟、调试周期延长等不确定因素，可能影响产能释放节奏，如果下游市场需求不达预期，仍可能导致产能利用率不足，影响项目效益。

表6 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目预算	累计投入金额	资金来源
功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部大楼建设项目	51,979.69	28,196.00	IPO 募集资金+自筹
新型环保预涂功能材料建设项目	38,119.19	17,899.44	可转债募集资金+自筹

² 2023年8月，为提高募集资金的使用效率和投资回报率，优化投资布局，公司将该项目中暂未使用的2.00亿元募集资金用于建设烟台分公司新型材料项目

烟台富利厂区及生产线建设工程（一期二线）	20,000.00	16,459.37	自筹
烟台富利厂区及生产线建设工程（二期）	40,000.00	30,969.42	自筹
烟台分公司福莱新型材料项目（一期）	23,500.00	28,375.54	IPO 募集资金+自筹
烟台分公司福莱新型材料项目（二期）	13,000.00	9,401.81	IPO 募集资金+自筹
合计	206,598.88	131,301.58	

注：烟台分公司新型材料（一期）项目预算金额未包含 IPO 募集资金 2 亿元，实际募集资金使用未超过原定募投项目金额，其中募集资金已投入 12,324.06 万元，自有资金投入 16,051.48 万元；

资料来源：公司提供

厂区搬迁事项：截至2024年末，公司已将所有搬迁设备设施搬离完毕并将房屋、土地等腾空经征收方验收确认，当期确认资产处置收益1.02亿元。2023年公司生产基地所在地姚庄镇人民政府启动区域企业搬迁工作，公司与嘉善县临沪新城实业有限公司（姚庄镇人民政府委托的实施搬迁人）于2023年3月31日就公司位于嘉善县姚庄镇镇南路78、86、88号的工厂所在地块的房屋、土地及其他资产拟搬迁补偿事宜签署了《姚庄镇企业搬迁（货币补偿方式）补偿协议》，拆迁补偿总额为1.65亿元，截至2024年末，公司已将所有搬迁设备设施搬离完毕并将房屋、土地等腾空经征收方验收确认；公司已收到搬迁补偿款1.32亿元，剩余补偿款将于2025年收取。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023、2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内，公司处于产能扩张期，外部融资上升；搬迁补偿获得大量资产处置收益，对盈利能力提升贡献明显

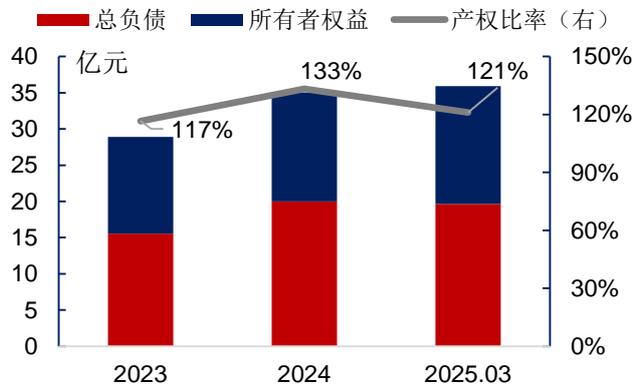
资本实力与资产质量

资本结构方面，因债务融资需求上升，公司产权比率总体呈上升趋势，净资产对负债的保障程度有所削弱。

目前公司仍处于产能扩张期，对外部融资依赖程度较高，受债务驱动，公司资产规模显著增加，其中尤以固定资产、在建工程增加为主；2024年因烟台分公司、烟台富利公司一期工程以及姚庄二期工程部分转固，公司固定资产大幅增加；在建工程方面，2024年公司继续推进烟台富利厂区及生产线建设工程、本期债券募投项目等多个项目，新增投资较多，期末在建工程余额继续增加。另需关注随着销售规模扩大，公司应收账款余额继续增长，且欠款客户中小微企业较多，需关注其坏账风险。

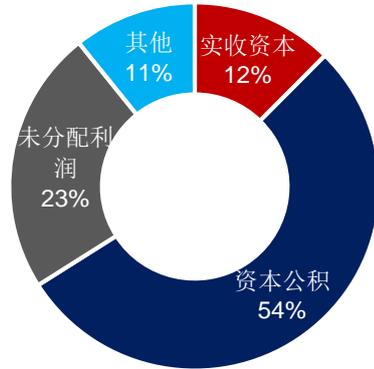
受限资产方面，2024年末包括货币资金、应收款项融资、固定资产、在建工程和无形资产在内，公司受限资产账面价值合计4.18亿元。

图5 公司资本结构



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图6 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表7 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.72	7.58%	3.35	9.56%	5.34	18.48%
应收账款	4.75	13.23%	5.18	14.78%	3.62	12.53%
存货	3.25	9.05%	2.56	7.31%	2.00	6.92%
流动资产合计	14.67	40.87%	14.61	41.69%	13.80	47.75%
固定资产	12.77	35.59%	12.34	35.22%	7.32	25.31%
在建工程	6.59	18.37%	6.44	18.39%	4.69	16.21%
无形资产	1.23	3.42%	1.24	3.53%	1.26	4.37%
非流动资产合计	21.22	59.13%	20.43	58.31%	15.11	52.25%
资产总计	35.89	100.00%	35.04	100.00%	28.91	100.00%

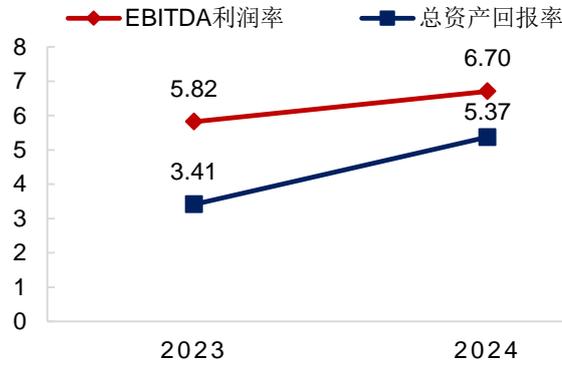
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司主要盈利指标表现向好，但扣除资产处置收益后，利润同比略有下降，主业盈利能力并未提升。公司营业收入小幅增长，同时电子级功能材料的毛利率表现大幅好转，对毛利率形成了较好的支撑，但因新增子公司和烟台富利公司投产，及子公司借款增加、工程转固后借款利息费用化，致公司期间费用显著增加；另需关注公司当期收益中包含收到的搬迁补偿，扣除该项资产处置收益后，公司当期利润水平同比略有下降，整体盈利能力并未有显著提升。

盈利趋势波动性方面，考虑到行业内企业竞争激烈，主要原材料属于石油化工领域，价格波动较大且较难预测，易对公司盈利水平造成较大影响，预计未来公司盈利能力仍将受上述因素影响而存在波动。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，因产能扩张对外部融资增加，公司总债务规模继续上升，杠杆水平有所抬升。2025年3月末，公司总债务增至15.75亿元，占总负债的比重为80.14%，主要由银行借款、应付票据、应付债券构成，其中短期、长期借款均有不同程度增加；因转股而应付债券余额显著下降，一定程度上减轻了公司的财务负担，至2025年3月末，本期债券剩余1.12亿元尚未转股。当前最新转股价格为9.54元/股，远低于公司股票市场价格（2025年4月以来均高于30元/股），预计未来转股进度仍会较快。经营性债务方面，公司应付账款主要为应付材料采购款，随业务规模扩大而小幅增长。

表8 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.79	24.38%	4.62	23.07%	2.14	13.76%
应付票据	2.72	13.86%	2.76	13.78%	3.73	23.95%
应付账款	2.54	12.92%	2.74	13.69%	2.17	13.96%
一年内到期的非流动负债	1.77	8.99%	1.85	9.25%	0.93	5.98%
流动负债合计	13.14	66.86%	13.76	68.75%	10.55	67.77%
长期借款	5.40	27.48%	4.35	21.71%	2.31	14.82%
应付债券	1.02	5.19%	1.81	9.02%	2.61	16.79%
非流动负债合计	6.51	33.14%	6.25	31.25%	5.02	32.23%
负债合计	19.65	100.00%	20.02	100.00%	15.56	100.00%
总债务	15.75	80.14%	15.44	77.16%	11.79	75.74%
其中：短期债务	9.29	58.97%	9.24	59.85%	6.80	57.70%
长期债务	6.46	41.03%	6.20	40.15%	4.99	42.30%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2024年因烟台富利公司产能释放、库存增加导致购买商品支付货款增加，以及支付员工薪酬、税金较上年同期增加，公司经营现金转为净流出。

跟踪期内，公司资产负债率、总债务/总资本均有所上升，净债务规模亦显著扩大；但因资产处置收益增厚利润，EBITDA利息保障倍数小幅提高。

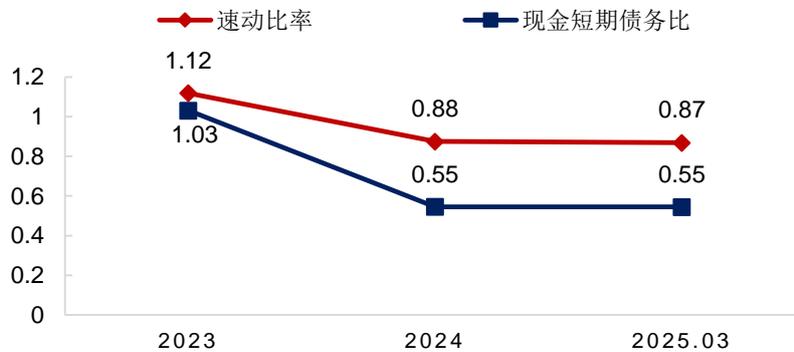
表9 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.20	-0.07	0.88
FFO（亿元）	--	0.74	0.54
资产负债率	54.75%	57.13%	53.83%
净债务/EBITDA	--	6.53	4.33
EBITDA 利息保障倍数	--	4.26	2.83
总债务/总资本	49.23%	50.70%	46.90%
FFO/净债务	--	6.65%	10.02%
经营活动现金流净额/净债务	-1.88%	-0.63%	16.46%
自由现金流/净债务	-12.38%	-64.06%	-108.80%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，跟踪期内公司流动性比率表现弱化，2025年3月末速动比率和现金短期债务比均有所下降，但考虑到公司尚未使用授信额度仍有一定规模，仍具有一定融资弹性，作为上市公司，可通过股权融资解决一部分资金需求，融资渠道较为畅通。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年5月12日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至 2024 年末，公司存在对小微经销商客户的担保余额 2,084.94 万元，担保规模不大且有反担保措施，但考虑到该类客户抗风险能力整体一般，因此公司仍面临一定的或有负债风险。

七、 本期债券偿还保障分析

公司实际控制人夏厚君为本期债券提供全额无条件不可撤销的保证担保。担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。保证期间为本期债券的存续期内。

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）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	2.72	3.35	5.34	4.40
应收账款	4.75	5.18	3.62	2.89
存货	3.25	2.56	2.00	1.27
流动资产合计	14.67	14.61	13.80	10.63
固定资产	12.77	12.34	7.32	2.23
在建工程	6.59	6.44	4.69	3.05
无形资产	1.23	1.24	1.26	0.83
非流动资产合计	21.22	20.43	15.11	7.99
资产总计	35.89	35.04	28.91	18.62
短期借款	4.79	4.62	2.14	0.75
应付票据	2.72	2.76	3.73	2.46
一年内到期的非流动负债	1.77	1.85	0.93	0.78
长期借款	5.40	4.35	2.31	1.70
应付债券	1.02	1.81	2.61	0.00
非流动负债合计	6.51	6.25	5.02	1.78
负债合计	19.65	20.02	15.56	7.51
总债务	15.75	15.44	11.79	5.71
所有者权益	16.24	15.02	13.35	11.10
营业收入	6.03	25.41	21.31	19.01
营业利润	0.36	1.49	0.65	0.78
净利润	0.35	1.22	0.69	0.75
经营活动产生的现金流量净额	-0.20	-0.07	0.88	0.20
投资活动产生的现金流量净额	-0.93	-7.00	-6.03	-0.49
筹资活动产生的现金流量净额	0.73	4.46	5.88	2.39
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	1.70	1.24	1.04
FFO（亿元）	--	0.74	0.54	0.60
净债务（亿元）	10.85	11.11	5.37	0.38
销售毛利率	15.99%	13.38%	13.44%	12.84%
EBITDA 利润率	--	6.70%	5.82%	5.49%
总资产回报率	--	5.37%	3.41%	4.55%
资产负债率	54.75%	57.13%	53.83%	40.35%
净债务/EBITDA	--	6.53	4.33	0.37
EBITDA 利息保障倍数	--	4.26	2.83	61.52
总债务/总资本	49.23%	50.70%	46.90%	33.96%
FFO/净债务	--	6.65%	10.02%	156.52%
经营活动现金流净额/净债务	-1.88%	-0.63%	16.46%	52.37%

速动比率	0.87	0.88	1.12	1.63
现金短期债务比	0.55	0.55	1.03	1.47

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 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 12 月）



资料来源：公司 2024 年年度报告

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
烟台富利新材料科技有限公司	21,200	66.04%	制造
浙江欧仁新材料有限公司	10,000	100.00%	制造
嘉兴市福莱贸易有限公司	2,000	100.00%	贸易
上海福莱奕国际贸易有限公司	400	100.00%	贸易
浙江福智技术装备有限公司	7,000	100.00%	制造
福莱（香港）国际贸易有限公司	67.80	100.00%	贸易
浙江福泽装备技术有限公司	3,000	100.00%	贸易
烟台福莱新材料科技有限公司	3,000	100.00%	制造
上海福聚源新材料有限公司	1,000	100.00%	贸易
上海碳欣新材料有限公司	1,500	100.00%	贸易
上海福莱贴新装饰制品有限公司	1,000	100.00%	贸易
烟台展扬包装制品有限公司	4,100	51.22%	制造

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号