

宁波家联科技股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【202】号 02

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

宁波家联科技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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
家联转债	AA-	AA-

评级日期

2025 年 6 月 24 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

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：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”）产能提升较快，北美销售占比高，2025 年 4 月以来美国关税政策不断调整，当前美国对东南亚地区的关税税率低于中国，而公司泰国工厂已经投产，若能够实现对北美市场的承接，公司竞争力有望提升；国内市场方面，塑料餐饮制品需求增长，公司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公司境外资产占比高，且以外币计价的资产规模大，需关注美国后续贸易政策变化、公司境外资产经营情况和汇率波动风险，公司存在一定大客户依赖，且产能投资带动公司资产流动性边际降低、偿债能力指标弱化，且新增产能的利用率仍处于爬坡阶段，需关注新增产能消化情况等风险因素。

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	45.89	45.49	41.14	29.13
归母所有者权益	16.65	16.91	16.88	15.11
总债务	21.49	20.30	16.10	8.12
营业收入	5.06	23.26	17.21	19.76
净利润	-0.28	0.45	0.27	1.76
经营活动现金流净额	-0.28	3.39	1.46	6.54
净债务/EBITDA	--	5.49	2.81	0.25
EBITDA 利息保障倍数	--	4.90	15.05	16.21
总债务/总资本	54.42%	52.61%	46.70%	32.61%
FFO/净债务	--	12.04%	31.56%	336.37%
EBITDA 利润率	--	13.22%	14.69%	15.50%
总资产回报率	--	2.47%	1.35%	8.33%
速动比率	0.66	0.75	1.21	1.04
现金短期债务比	0.40	0.63	1.60	1.15
销售毛利率	14.37%	17.62%	19.23%	22.24%
资产负债率	60.79%	59.81%	55.33%	42.40%

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

正面

- **公司产能增长快且泰国工厂已经投产，若泰国工厂能够实现对北美市场的承接，公司竞争力有望提升。**公司已在浙江、广东、广西、美国、泰国等地区建立生产基地，随着在建产线投产，公司主要产品的产能均较快增长，2024 年同比增长 42.22%至 20.48 万吨。公司在北美的销售收入占比高，2025 年 4 月以来美国关税政策不断调整，海外产能成为国内出海企业的核心竞争点，三家行业龙头企业均在海外建立了生产基地以对冲政策风险。泰国自建工厂于 2024 年下半年建成投产，当前美国对泰国的关税税率低于中国，若公司海外产能能够实现对北美市场的承接，公司竞争力有望提升。
- **随着外卖、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。**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，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，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，随着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。

关注

- **需关注美国贸易政策后续变化情况。**公司塑料制品主要出口至欧美，2024 年公司外销收入占比为 55.42%，其中来自于北美地区的收入占比为 43.38%。2025 年以来美国贸易政策变化大，美国塑料制品需求对中国的进口依赖度高，塑料制品是受美国关税政策影响较大的产品之一，需关注贸易政策变化对公司产品海外需求的影响。
- **公司客户集中度较高，仍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 2023-2024 年前五大客户集中度分别为 45.08%和 42.99%，且对于前两大客户的销售金额占比均接近 10%。
- **公司新增产能的利用率仍处于爬坡阶段，需关注新增产能消化情况。**公司新增产能的产能利用率仍处于爬坡阶段，2023-2024 年整体产能利用率分别为 63.24%和 64.65%，考虑到公司新增产能的投入仍在继续，需关注后续新增产能消化情况。
- **公司境外资产占比较高，且以外币计价的资产规模大，需关注境外资产经营情况和汇率波动风险。**截至 2024 年末，公司的子公司杉腾亿宏（美国）和泰国家享（泰国）的境外资产规模分别为 2.32 亿元和 5.18 亿元，境外资产占公司总资产比重合计 16.34%，需关注境外资产的经营情况。同时，公司海外业务以美元结算为主，人民币价值的波动将通过汇兑损益影响公司经营成果，2023-2024 年公司分别实现汇兑收益 0.04 亿元和 0.10 亿元，截至 2024 年末公司外币金融资产（包括货币资金、应收账款、其他应收款）和外币金融负债（包括应付账款和其他应付款）分别为 2.67 亿元和 1.11 亿元，考虑到近年来海外市场环境不确定性有所加剧，美元汇率波动加大，公司面临一定汇率波动风险。
- **公司资产流动性边际降低，偿债能力指标弱化。**公司 2024 年继续举债进行产能投资，非流动资产占比提升至 70.47%，资产流动性边际降低；同时公司债务规模扩张，杠杆水平提高，主要偿债能力指标均有不同程度弱化。由于公司 2023-2024 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模大，公司 2023-2024 年自由现金流持续为负，考虑到公司未来一段时间产能投资仍将继续，公司债务规模可能继续增加，杠杆水平或将继续提高。

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，近年产能持续扩张，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）

指标	茶花股份	恒鑫生活	富岭股份	公司
总资产	15.23	19.85	20.24	45.49
营业收入	5.60	15.94	22.69	23.26
净利润	-0.38	2.27	2.19	0.45

销售毛利率	20.25%	26.28%	21.11%	17.62%
资产负债率	25.23%	43.81%	34.65%	59.81%
存货周转天数	113.37	64.30	85.77	79.42

注：以上各指标均为 2024 年数据。

资料来源：Choice，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	评分等级	评分要素	评分等级
业务状况	宏观环境	初步财务状况	6/9
	行业&经营风险状况	杠杆状况	6/9
	行业风险状况	盈利状况	中
	经营状况	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	6/9
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。

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	7.4982	2024-6-21	2029-12-22

一、 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12月31日，“家联转债”募集资金专项账户一余额为0.10亿元，“家联转债”募集资金专项账户二余额为1.37亿元，“家联转债”募集资金专项账户三余额为0.20亿元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人无变化。截至2025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。

2024年6月28日，本期债券进入转股期，2024年及2025年一季度，因“家联转债”转股，公司总股本小幅增加，截至2025年3月31日，总股本增加至192,009,695元。

转股价格方面，2024年5月，公司因2023年度权益分配，转股价格由18.69元/股调整至18.49元/股；2025年5月，公司下修转股价格，转股价格由18.49元/股下修至15.33元/股。

表1 截至 2025 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	16.87%	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	5.62%	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	2.54%	4,868,500
7	宁波世茂能源股份有限公司	境内非国有法人	1.97%	3,790,000
8	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
9	林慧勤	境内自然人	1.22%	2,335,200
10	张树林	境外自然人	1.01%	1,943,680

资料来源：公司 2025 年第一季度报告，中证鹏元整理

2024年及2025年一季度，公司新设三家子公司，注销一家美国销售公司，新设的3家公司主要经营地分别为英国、澳大利亚和香港，主要系公司为对冲北美市场风险，在欧洲及亚太新设的销售公司。

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

日用塑料制品行业

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，2025年两家头部企业成功上市，或将带动行业集中度提升

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，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，两者的生产工艺相似，主要区别在于原材料和原材料的处理手段。

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，其行业进入壁垒低，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。

可降解塑料制品按照原材料可分为以聚乳酸（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。可降解塑料制品的技术壁垒主要集中在原材料改性等处理方面，行业头部企业具有较高的研发水平。

近年随着我国限塑政策的出台和应用，落后产能加速淘汰，行业集中度提升。2025年1月和3月，行业头部企业富岭股份（001356.SZ）和恒鑫生活（301501.SZ）分别在深交所主板和创业板上市。2024年，包括家联科技在内的同行业3家上市公司营业收入均提升较快，高于2024年我国塑料制品行业产量增速的2.9%，头部企业的上市有望通过产能、品牌知名度等方面推动其提高行业需求占比，行业集中度有望提升。

表2 截至 2025 年 5 月末行业主要上市公司情况

公司简称	技术实力	境外及美国销售情况	海外产能情况	2024年营业收入增长率
家联科技	PLA耐热性改良技术、PLA耐久性改良技术、PLA发泡技术等	2024年外销占比55.43%，其中北美地区营收占比43.36%	已有泰国、美国生产基地	35.16%
恒鑫生活	PLA粒子改性技术、PLA淋膜技术、纸杯高速成型技术等	2024年外销占比38.09%；2023年美国销售占比10.85%	2025年4月泰国工厂投产，是其首个海外生产项目	11.86%
富岭股份	耐高温生物降解材料改性、PLA长效增韧改性技术、生物降解功能袋生产技术等	2024年美国销售占比64.82%	已有美国、印尼和墨西哥生产基地，印尼生产基地在建	20.12%

资料来源：Choice，中证鹏元整理

塑料制品主要出口到欧美地区，2025年以来美国贸易政策反复无常，海外产能成为国内出海企业的核心竞争点，同时需关注后续贸易政策和汇率波动风险；随着外卖、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，2024年我国塑料制品出口金额1,060.86亿美元，同比增长5.4%。2025年1月以来美国推出“一揽子”关税政策，中美贸易受到影响，2025年5月12日中美联合发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》（以下简称“《联合声明》”），双方同意将中国对美反制关税从125%降至10%，美国对华加征关税从145%降至30%，其中24%关税设90天缓冲期。本轮贸易政策变动下，海外产能成为国内出海企业的核心竞争点，三家行业龙头企业均在海外建立了生产基地以对冲政策风险。

需要关注的是，当前美国贸易政策具有不确定性。美国塑料制品需求对中国的进口依赖度高，需要关注后续贸易政策变动对塑料制品出海企业的影响。此外，2024年11月以来，美元汇率波动加大，对出口型企业的经营带来更大挑战。

图1 2024年下半年以来美元兑人民币汇率波动加大



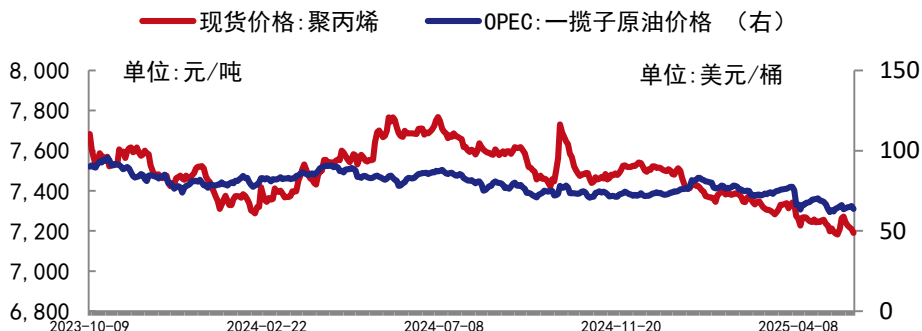
资料来源：Choice，中证鹏元整理

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，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，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，随着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，2025年以来原油供过于求的基本面主导了全年价格弱势，但仍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。2024年原油经历了上半年红海危机导致的风险外溢以及美联储降息预期，一季度价格不断冲高，但随着中东地缘影响边际递减，在供给OPEC+减产、非OPEC国家增产的平衡状态下，经历夏季旺季后，原油价格重心开始走低。第二、三季度地缘和基本面交替占据主导因素地位，左右原油价格，但整体价格重心下移，并在四季度保持低波动律运行。2025年以来原油供过于求的基本面仍然主导了全年价格弱势，但主要石油输出国地缘冲突频发，仍需警惕“黑天鹅”事件或较大规模的供给危机带来向上的波动率。

图2 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：Choice，中证鹏元整理

四、 经营与竞争

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。2024年公司全线产品营业收入均同比增长，但由于产能利用率不足且毛利率低的内销占比提高，公司除生物全降解制品之外的其他所有类型产品毛利率均下滑，公司整体销售毛利率同比下降1.61个百分点。2025年一季度，由于公司新增产能的产能利用率仍在爬坡阶段，公司销售毛利率同比继续下滑。

表3 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
塑料制品	17.44	74.96%	19.03%	13.01	75.59%	20.01%
生物全降解制品	2.98	12.82%	22.31%	2.62	15.24%	18.27%
植物纤维制品	1.27	5.45%	10.37%	0.94	5.46%	17.27%
纸制品及其他	1.58	6.77%	-1.02%	0.64	3.71%	10.23%
合计	23.26	100.00%	17.62%	17.21	100.00%	19.23%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为日用塑料制品行业领先企业，仍存在一定大客户依赖；公司对北美地区销售占比高，而2025年以来美国贸易政策反复，虽然公司泰国工厂已经投产且2024年在英国、澳洲等地组建了销售团队，但考虑到贸易政策不确定性大，仍需关注后续贸易政策变化；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；公司产能增长较快，但新增产能利用率仍处于爬坡阶段，需关注后续产能利用情况

➤ 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2024年销售区域仍主要为境外，但境内需求增长带动内销占比提升。具体而言，2024年公司在北美、欧洲和大洋洲的销售收入分别同比增长35.50%、22.72%和30.25%，主要系因北美地区在2022年海运恢复后大批备货，2023年因库存高而暂停了备货，2024年重启备货之后；公司在境内的销售收入持续增长，2024年同比增长41.40%，主要系国内茶饮、咖啡客户需求增长带来的销量增长。2025年一季度，公司营业收入同比增长，但境外销售毛利率下浮，带动整体销售毛利率同比下降，特别是除中国大陆的亚洲地区由盈转亏，主要系因泰国工厂建成后折旧摊销额增加带来的制造费用增长。

需要关注的是，公司在北美的销售收入占比高。2025年4月2日，美国政府宣布对等关税以来，对中国及其他国家的关税不断进行调整，5月12日，中美双方发布《联合声明》，关税政策有所缓和，但美国贸易政策仍有不确定性。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）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
境外	12.89	55.42%	20.63%	9.88	57.41%	22.93%
其中：北美	10.09	43.38%	21.62%	7.44	43.23%	25.29%
欧洲	1.89	8.13%	12.40%	1.54	8.95%	9.90%
大洋洲	0.64	2.75%	30.89%	0.49	2.85%	31.46%
亚洲（除中国大陆）	0.17	0.73%	10.04%	0.30	1.74%	17.46%
其他	0.10	0.43%	27.70%	0.11	0.64%	22.80%
境内	10.37	44.58%	13.88%	7.33	42.59%	14.25%
合计	23.26	100.00%	17.62%	17.21	100.00%	19.23%

资料来源：公司提供

客户方面，跟踪期内公司继续保持与国内外知名零售商和餐饮巨头长期合作。由于公司客户多为全球知名跨国企业，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2023-2024年前五大客户集中度分别为45.08%和42.99%，且对于前两大客户的销售金额占比均接近10%，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，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	2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
材料成本	14.05	73.32%	10.12	72.77%
人工成本	1.44	7.50%	0.97	6.96%
制造费用	3.20	16.72%	2.48	17.85%
运输服务费	0.47	2.45%	0.34	2.42%
合计	19.16	100.00%	13.91	100.00%

资料来源：公司2023-2024年年报，中证鹏元整理

原材料方面，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，公司对大宗商品原材料采购价格基本随行就市，从原油价格来看，2024年6月以来，供给端OPEC+决定放松减产叠加需求放缓，全年整体原油价格重心下移，公司主要原材料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。考虑到进入2025年以来，美国政策变化叠加中东复杂局势带来的原油多空交替，原油价格呈现低位波动，公司仍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	2024 年		2023 年	
	采购金额	采购单价	采购金额	采购单价
PP	37,805.99	7.25	26,223.02	7.38
PS	26,085.65	8.47	16,597.59	7.84
PLA	11,628.52	13.69	18,380.00	15.81
合计	75,520.16	-	61,200.61	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

供应商方面，公司2023-2024年前五大供应商集中度分别为31.28%和33.71%，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。跟踪期内公司新增塑料制品授权专利10项、生物全降解材料制品授权专利20项、植物纤维制品授权专利15项。总体而言，公司实现了一定技术积累，并持续在可降解材料制品方面进行一定强度的研发投入，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2024年产销率仍保持较高水平。产能方面，公司截至2025年3月末已在浙江、广东、广西、美国、泰国等地区建立生产基地，随着在建产线投产，公司主要产品的产能均较快增长，产能利用率则同比变化不大，公司新增产能的产能利用率仍处于爬坡阶段。

表7 2023-2024 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
2024 年	塑料制品	10.46	10.34	16.12	101.17%	64.16%
	生物全降解制品	1.18	1.17	1.51	100.57%	77.69%
	植物纤维制品	0.79	0.85	2.09	92.58%	40.88%
	纸制品	0.27	0.28	0.77	97.71%	35.97%
	其他	0.60	0.60	-	100.01%	-
	合计	13.30	13.24	20.48	100.44%	64.65%
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%

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2024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34.76亿元，累计已投入金额12.92亿元，其中“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，截至2025年3月末已基本建成并投入生产。“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2025年6月调整至2026年6月。除上述项目外，公司在泰国布局的生产线一期已于2024年底建成并投入生产，且产能持续根据下游需求调增，公司泰国产能有益于公司对冲北美地区的贸易风险。除上述在建项目外，公司在美国的子公司Sumter持续进行技术改造，由于美国的供应链分散，整体产能建设进展较慢。

表8 截至2024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	5.45
年产12万吨生物降解材料及制品、家居用品项目	7.12	3.32
生物降解材料及制品研发中心建设项目	0.60	0.63
泰国塑料制品等生产项目	12.79	2.97
年产8万吨环保生物降解袋项目	5.21	0.55
合计	34.76	12.92

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2024年末，公司全品类产品设计产能为20.48万吨，2024年的产能利用率为64.65%，若上述在建项目全部建成投产，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。

五、 财务分析

财务分析基础说明

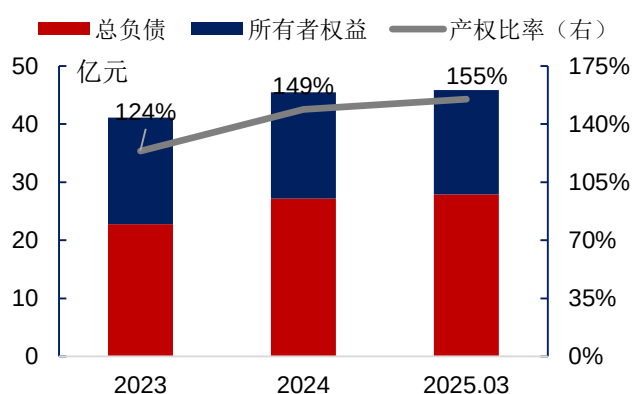
以下分析基于公司提供的经浙江科信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

产能投资使公司资产流动性边际降低，偿债能力指标弱化；公司投资活动现金净流出规模大，考虑到产能投资仍继续，需关注后续资本支出压力和新增产能的消化情况；公司在美国和泰国的境外资产占比较高，且以外币计价的资产规模大，需关注境外资产经营情况和汇率波动风险，同时需关注存货和商誉的减值风险；当前美国对东南亚地区的关税低于中国，若公司泰国产能能够实现对北美市场的承接，公司竞争力有望提升

资本实力与资产质量

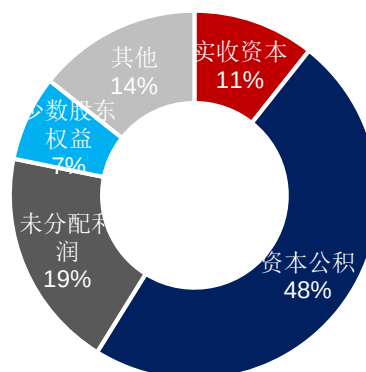
公司2024年继续举债进行产能投资，产权比率继续上升至较高水平，截至2025年3月末公司产权比率为155.03%；公司所有者权益仍主要由资本公积、未分配利润、实收资本、其他权益工具等构成。整体而言，产能投资使公司资产流动性边际降低，且海外资产占比提升，虽然美国贸易政策使泰国相较于中国的出口产品有更好的成本优势，但美国贸易政策存不确定性，仍需关注后续美国贸易政策对公司海外资产经营成果的影响，以及汇率波动对公司经营成果的影响。

图 3 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 4 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

具体而言，2024年以来公司货币资金规模随投资活动净流出而持续下降，截至2024年末公司货币资金中9,381.33元因账户一年未收付而冻结受限。公司存货仍主要由原材料、库存商品等构成，账面价值随业务规模增长而增长，公司每年均计提了存货跌价准备，2023-2024年分别确认395.28万元和1,291.26万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、在建工程仍主要系生产设备及房屋建筑物，随着产能建设而快速增长；公司无形资产仍主要系土地使用权。考虑到公司产能增长较快，2024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，2024年共计提减值准备0.15亿元，未来若收购标的的经营不及预期，公司商誉将面临进一步减值风险。截至2024年末，公司受限资产账面价值合计3.56亿元，其中货币资金受限0.58亿元，

固定资产、无形资产、在建工程分别因抵押借款受限2.44亿元、0.51亿元和0.03亿元。

截至2024年末，子公司杉腾亿宏（美国）和泰国家享（泰国）的境外资产规模分别为2.32亿元和5.18亿元，境外资产占公司总资产比重合计16.34%，需关注境外资产的经营情况。同时，公司海外业务以美元结算为主，人民币价值的波动将影响公司主要原材料的采购成本和产品的价格竞争力。同时，公司产品销售形成的应收款项至收款期间、公司原材料采购形成的应付款项至付款期间，汇率波动产生的汇兑损益将直接影响公司经营成果，2023-2024年公司分别实现汇兑收益0.04亿元和0.10亿元，截至2024年末公司外币金融资产（包括货币资金、应收账款、其他应收款）和外币金融负债（包括应付账款和其他应付款）分别为2.67亿元和1.11亿元，考虑到2024年11月以来美元汇率波动加大，公司面临一定汇率波动风险。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

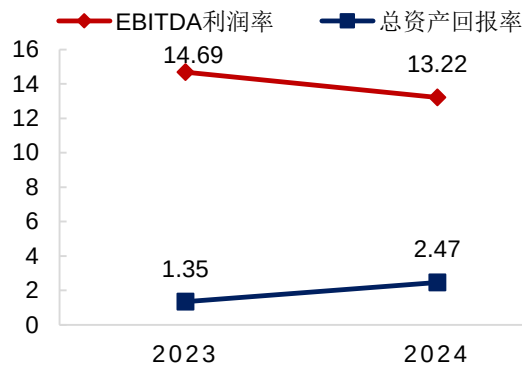
项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.61	5.70%	4.07	8.94%	9.47	23.01%
应收账款	2.90	6.32%	3.57	7.84%	2.98	7.25%
存货	4.96	10.82%	4.48	9.84%	3.98	9.66%
流动资产合计	12.55	27.34%	13.44	29.53%	17.84	43.35%
固定资产	19.12	41.65%	17.94	39.43%	13.98	33.98%
在建工程	7.38	16.08%	7.57	16.65%	3.41	8.29%
无形资产	3.81	8.31%	3.83	8.43%	2.50	6.08%
商誉	0.79	1.72%	0.80	1.75%	0.95	2.30%
非流动资产合计	33.35	72.66%	32.06	70.47%	23.31	56.65%
资产总计	45.89	100.00%	45.49	100.00%	41.14	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

2024年公司财务费用同比增长1,513.43%，主要系2024年可转债计提利息费用增加所致。公司2024年营收规模增长，但毛利率较低的内销占比提升使整体销售毛利率下降，EBITDA利润率同比下降至13.22%。整体而言，公司财务费用及非付现成本对公司利润指标影响较大，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，考虑到当前美国对东南亚地区的关税低于中国，若公司海外产能能够实现对北美市场的承接，公司竞争力有望提高。

图 5 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

受产能扩大带来的融资需求增长影响，2024年公司长期借款带动公司长期债务及总债务规模增长。短期债务方面，截至2024年末公司短期借款以保证借款、抵押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。截至2024年末公司一年内到期的非流动负债主要系一年内到期的长期借款。长期债务方面，公司2024年增加较多信用借款，截至2024年末公司长期借款利率区间在2.45%-3.30%之间。公司2024年应付债券仍为本期债券，期末余额增加系因计提利息。

表10 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	1.61	5.77%	1.08	3.98%	1.14	5.00%
应付票据	4.37	15.65%	4.97	18.25%	3.65	16.04%
应付账款	3.17	11.37%	3.49	12.83%	3.00	13.16%
一年内到期的非流动负债	0.53	1.92%	0.37	1.37%	1.14	5.01%
流动负债合计	11.53	41.32%	11.91	43.76%	11.47	50.37%
长期借款	8.87	31.81%	7.86	28.87%	4.38	19.22%
应付债券	6.01	21.55%	5.93	21.80%	5.59	24.57%
非流动负债合计	16.37	58.68%	15.30	56.24%	11.30	49.63%
负债合计	27.90	100.00%	27.21	100.00%	22.76	100.00%
总债务	21.49	77.02%	20.30	74.62%	16.10	70.74%
其中：短期债务	6.51	30.29%	6.42	31.63%	5.93	36.83%
长期债务	14.98	69.71%	13.88	68.37%	10.17	63.17%

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

2024年公司继续加大产能投资，债务规模扩张，杠杆水平提高。具体而言，营业收入增长带动公司2024年经营活动净现金流规模同比大幅增长至3.39亿元，但产能投资规模扩大带动投资活动现金流净流出10.94亿元，使公司现金类资产同比减少57.04%，净债务规模同比增长137.54%至16.89亿元。公司EBITDA

同比增长21.64%，但债务规模扩张带来的利息费用支出增加使公司FFO规模同比下降。综合影响下，公司主要偿债能力指标均有不同程度弱化。需要关注的是，由于公司2023-2024年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模大，公司2023-2024年自由现金流持续为负，考虑到公司未来一段时间内将继续维持较多的资本开支，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。

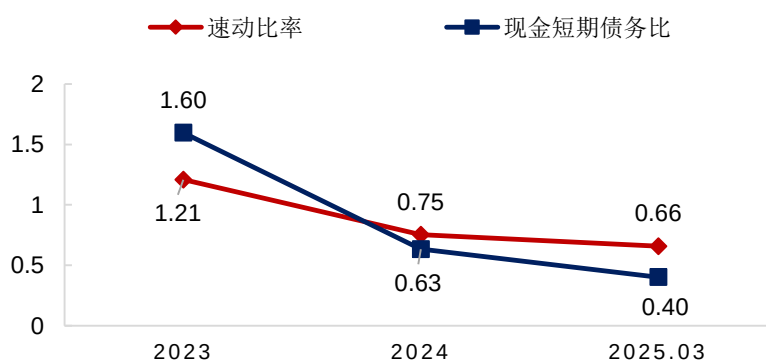
表11 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.28	3.39	1.46
FFO（亿元）	--	2.03	2.24
资产负债率	60.79%	59.81%	55.33%
净债务/EBITDA	--	5.49	2.81
EBITDA 利息保障倍数	--	4.90	15.05
总债务/总资本	54.42%	52.61%	46.70%
FFO/净债务	--	12.04%	31.56%
经营活动现金流净额/净债务	-1.46%	20.07%	20.57%
自由现金流/净债务	-15.19%	-44.73%	-93.32%

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

流动性表现方面，由于2024年以来公司为产能建设投入了较多资金，现金类资产规模持续减少，公司流动性指标均下滑，截至2025年3月末公司现金短期债务比及速动比率分别为0.40和0.66。截至2025年3月末，公司授信总额和未使用额度分别为23.91亿元和7.93亿元，融资弹性尚可。

图 6 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

ESG 风险因素

公司治理

2024年4月，公司高级管理人员变动，总理由王熊变更为马恒辉、新增聘任副总经理周义刚；2025年4月，公司新增聘任首席运营官王鸿。公司新增聘任的高管中马恒辉先生进入公司前在恒林家居股份有限公司任副总经理；周义刚先生自2009年即在公司任职，升任副总经理之前主管质量管理方面工作；王鸿先生进入公司前在百胜中国控股有限公司任工程部副总裁兼可持续发展官。2025年4月，公司组织架构变更，新增制造中心和经管部。

截至2024年末，公司未决诉讼涉案金额1,081.74万元，其中部分案件经法院调解，根据民事调解书中双方达成协议执行，部分案件尚在审理中，所有案件均未达到重大诉讼披露标准。

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8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，截至查询日（2025年5月27日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

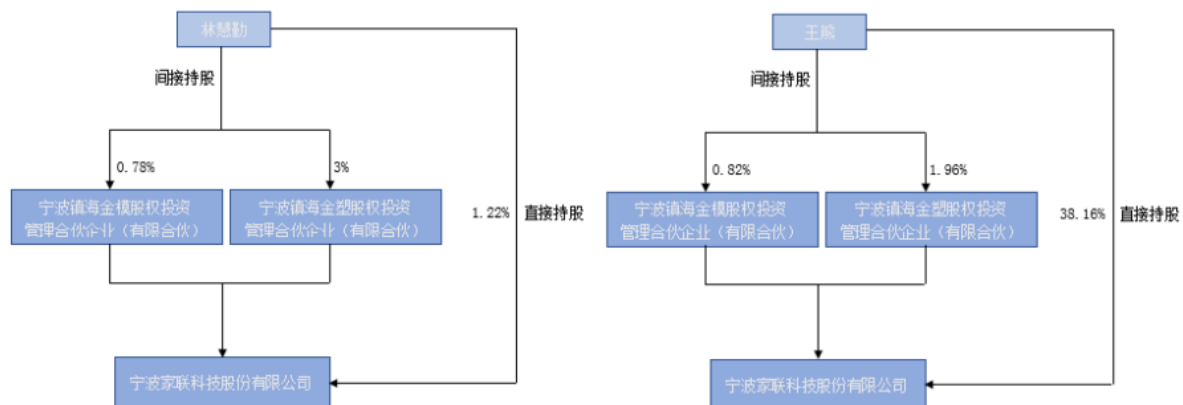
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	2.61	4.07	9.47	7.55
存货	4.96	4.48	3.98	3.02
流动资产合计	12.55	13.44	17.84	13.72
固定资产	19.12	17.94	13.98	9.03
在建工程	7.38	7.57	3.41	0.94
无形资产	3.81	3.83	2.50	2.64
商誉	0.79	0.80	0.95	1.38
非流动资产合计	33.35	32.06	23.31	15.41
资产总计	45.89	45.49	41.14	29.13
短期借款	1.61	1.08	1.14	1.84
应付票据	4.37	4.97	3.65	4.90
应付账款	3.17	3.49	3.00	1.65
一年内到期的非流动负债	0.53	0.37	1.14	0.13
流动负债合计	11.53	11.91	11.47	10.32
长期借款	8.87	7.86	4.38	1.22
应付债券	6.01	5.93	5.59	0.00
非流动负债合计	16.37	15.30	11.30	2.03
负债合计	27.90	27.21	22.76	12.35
总债务	21.49	20.30	16.10	8.12
其中：短期债务	6.51	6.42	5.93	6.87
长期债务	14.98	13.88	10.17	1.25
所有者权益	17.99	18.29	18.38	16.78
营业收入	5.06	23.26	17.21	19.76
营业利润	-0.33	0.53	0.21	1.88
净利润	-0.28	0.45	0.27	1.76
经营活动产生的现金流量净额	-0.28	3.39	1.46	6.54
投资活动产生的现金流量净额	-2.61	-10.94	-7.80	-4.86
筹资活动产生的现金流量净额	1.36	1.53	9.40	-3.74
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	3.08	2.53	3.06
FFO（亿元）	--	2.03	2.24	2.55
净债务（亿元）	19.03	16.89	7.11	0.76
销售毛利率	14.37%	17.62%	19.23%	22.24%
EBITDA 利润率	--	13.22%	14.69%	15.50%
总资产回报率	--	2.47%	1.35%	8.33%
资产负债率	60.79%	59.81%	55.33%	42.40%

净债务/EBITDA	--	5.49	2.81	0.25
EBITDA 利息保障倍数	--	4.90	15.05	16.21
总债务/总资本	54.42%	52.61%	46.70%	32.61%
FFO/净债务	--	12.04%	31.56%	336.37%
经营活动现金流净额/净债务	-1.46%	20.07%	20.57%	862.54%
速动比率	0.66	0.75	1.21	1.04
现金短期债务比	0.40	0.63	1.60	1.15

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 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 2025 年 3 月末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况

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	100.00%	投资设立
Viobio Market Place Inc	美国	100.00%	投资设立
Grünquelle 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
HOMELINK ECO CO.,LTD.	英国	100.00%	投资设立
EcoBrands Australasia Pty Ltd.	澳大利亚	100.00%	投资设立
怡科环保发展有限公司	香港	100.00%	投资设立

资料来源：公司提供，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