

# 上海海优威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【793】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。

# 上海海优威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
海优转债	A	A+

## 评级观点

本次评级下调主要是基于：上海海优威新材料股份有限公司（以下简称“海优新材”或“公司”，股票代码：688680.SH）2024年公司经营业绩进一步下滑，毛利率及 EBITDA 利润率转负，产生净亏损，连续亏损使得公司资本实力进一步削弱。此外，公司销售集中度高，营运资金仍存在被占用情况，且主营业务持续受光伏产业链调整影响，公司当前产能利用水平低，产能面临较大的消化压力，短期面临持续亏损风险。

## 评级日期

2025年6月27日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	29.93	32.25	53.83	64.78
归母所有者权益	15.52	16.07	21.98	24.82
总债务	--	13.40	28.65	36.00
营业收入	3.16	25.91	48.72	53.07
净利润	-0.57	-5.58	-2.29	0.50
经营活动现金流净额	0.45	3.60	-10.68	-29.15
净债务/EBITDA	--	-5.89	16.05	4.80
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.02	0.66	5.03
总债务/总资本	--	45.46%	56.58%	59.19%
FFO/净债务	--	-38.13%	-6.69%	10.46%
EBITDA 利润率	--	-3.26%	1.57%	5.66%
总资产回报率	--	-10.70%	-3.65%	1.82%
速动比率	2.48	2.13	1.46	1.21
现金短期债务比	--	1.53	0.93	0.77
销售毛利率	-1.04%	-0.44%	3.35%	7.87%
资产负债率	48.14%	50.16%	59.16%	61.69%

注：2023年、2024年 FFO 为负使得 FFO/净债务为负，2024年 EBITDA 为负使得净债务/EBITDA 为负。

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：** 顾春霞  
 guchx@cspengyuan.com

**项目组成员：** 薛超  
 xuex@cspengyuan.com

**评级总监：**

**联系电话：** 0755-82872897

## 正面

- **杠杆水平及流动性指标有所改善，短期债务压力有所释放。**2024 年公司生产经营规模收缩，并偿付大规模到期债务，2024 年末公司总债务规模收缩至 13.40 亿元，同比大幅下降，债务结构亦有所改善。债务规模的压缩使得 2024 年末公司资产负债率和总债务/总资本指标同比有所降低，速动比率与现金短期债务比指标持续回升，2024 年末公司现金类资产可覆盖其短期债务，短期债务压力有所释放，且备用流动性较充足。

## 关注

- **公司经营业绩进一步下滑，呈大幅亏损状态，且仍面临原材料价格波动及固定资产减值风险。**2024 年光伏胶膜上游粒子市场价格延续下行趋势，下游供需错配状况未改观，公司胶膜产品销售价格持续下行，胶膜出货量同比下滑 24.99%，公司市场份额有所下滑。原材料成本占公司主营业务成本比重高，原材料价格波动对公司成本控制形成较大压力且无法及时传导，叠加固定资产折旧及各项摊销成本增加，2024 年公司销售毛利率与 EBITDA 利润率持续下滑且转负。此外，2024 年度公司新增计提 1.20 亿元存货减值损失，并计提固定资产减值损失 0.82 亿元，2024 年公司净亏损达 5.58 亿元。2025 年 1-3 月公司实现营业收入 3.16 亿元，同比下滑 64.02%，净亏损为 0.57 亿元，同比扩大 204.86%。
- **公司主营业务受光伏产业链调整影响，短期面临持续亏损与净资产侵蚀风险。**公司主营业务收入主要来源于光伏胶膜产品，2024 年汽车领域新产品尚未形成规模，业务类型仍较单一。2024 年产生净亏损占上年末净资产的比重为 25.40%，连续亏损使得公司资本实力进一步削弱。当前光伏产业链供需阶段性错配现状未明显改善，胶膜需求及价格端修复压力较大，且福斯特（603806.SH）对于其他胶膜企业保持较高毛利差优势，胶膜市场竞争压力大，公司短期内面临持续亏损风险。
- **公司销售集中度高，行业上下游存在账期差，营运资金仍存在被占用情况。**公司销售集中度仍较高，下游客户主要为光伏组件头部企业，公司上下游存在账期差，使得营运资金仍存在被占用情况。跟踪期内，伴随生产经营收缩，公司应收账款、存货及应收票据规模明显降低，但光伏下游市场竞争加剧背景下，仍需警惕回款压力进一步增加的风险。
- **公司当前产能利用水平低，产能消化存在较大压力。**跟踪期内，公司持续收缩生产规模，2024 年及 2025 年 1-3 月公司主要产品产能利用率分别为 57.61%、33.44%。下游组件厂商若采取减产措施，胶膜需求亦将持续受压制；此外，公司在建产能规模仍较大，受美国对东南亚双反调查以及美国关税政策影响，东南亚地区光伏产品出货具有较大不确定性，公司未来产能消化存在较大压力。

## 未来展望

- 中证鹏元维持公司信用评级展望为稳定。我们认为公司与国内下游光伏组件头部厂商仍保持稳定合作，业务仍具有持续性。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	海优新材	福斯特	赛伍技术	鹿山新材	天洋新材
总资产	32.25	212.12	43.83	25.25	25.60
营业收入	25.91	191.47	30.04	20.67	13.19
净利润	-5.58	12.89	-2.88	0.17	-2.08
销售毛利率（%）	-0.44	14.74	4.40	10.00	13.60
资产负债率（%）	50.16	21.66	38.80	38.22	41.65

注：以上各指标均为 2024 年/2024 年末数据。

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
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	1/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	2/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	5/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		4/9
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					<b>a</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>A</b>

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
海优转债	6.94	6.9394	2025-2-10	2028-6-23

## 一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年6月23日发行6年期6.94亿元可转换公司债券，本期债券募集资金计划用于年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）、上饶海优威应用薄膜有限公司年产1.5亿平方米光伏封装材料项目（一期）<sup>7</sup>与补充流动资金。截至2024年末，公司已使用闲置可转债募集资金1.50亿元用于暂时补充流动资金，募集资金专项账户余额为8,130.54万元。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2025年3月末，公司控股股东与实际控制人仍为李民、李晓昱夫妇，其合计直接持有公司34.23%股份，公司控股股东和实际控制人无股权质押情况。公司股权结构及实际控制关系如附录二所示。

截至2025年6月23日收盘，海优新材股价为39.41元，海优转债最新转股价为46.80元，转股溢价率为38.07%。

跟踪期内，公司仍主要从事特种高分子薄膜研发、生产和销售，立足于新能源、新材料产业，为下游客户提供特种高分子材料产品及技术解决方案。2024年公司合并报表新增增加3家子公司，注销减少2家子公司。截至2024年末，纳入公司合并范围的子公司情况如附录三所示。

## 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

<sup>7</sup> 根据《上海海优威新材料股份有限公司关于部分募投项目变更实施地点和实施主体的公告》（公告编号：2022-111），本期债券募投项目“年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）”的实施地点变更至浙江省嘉兴市平湖市新仓镇秦沙村1组、双红村5组、仓庆路北侧（仓庆路588号、朝阳河西侧）的土地和厂房，实施主体变更为公司全资子公司平湖海优威应用材料有限公司；根据《上海海优威新材料股份有限公司关于部分募投项目新增实施主体和实施地点的公告》（公告编号：2023-102），公司新增全资孙公司海优威应用材料有限公司（以下简称“越南海优威”）“年产2亿平方米光伏封装胶膜项目（一期）”的实施主体，对应新增越南北江省为上述募投项目的实施地点。

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，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。

## 行业环境

**伴随全球光伏新增装机量增长，胶膜全球市场需求仍具有成长空间，但2025年国内市场需求预计将回调；2024年以来，硅料及胶膜上游粒子价格持续震荡下行，下游组件厂商成本压力亦向上游传导，各类胶膜产品价格中枢持续下行，胶膜企业盈利能力持续下滑，部分企业出现负毛利**

胶膜是光伏组件封装环节的关键材料，伴随全球光伏新增装机量的持续增长，胶膜市场需求仍具有成长空间，但2025年行业整体增速预计将继续放缓。在国内市场方面，受并网消纳能力短期瓶颈、产业链价格波动或政策过渡期等因素影响，根据中国光伏行业协会预测，我国光伏新增装机量将在2025年出现短暂回调。

伴随多晶硅生产企业硅料新增产能集中释放，近年光伏级多晶硅价格中枢持续下行，且价格波动较剧烈。组件与硅料厂商价格博弈情绪加重，硅料快速下行阶段组件厂商普遍持观望态度，组件排产较弱，胶膜需求持续受到压制。2024年硅料价格在2-3月份短暂回升后转下跌，光伏产业链持续面临库存压力，5月组件厂商开始下调排产计划。同时，美国对东南亚“双反”调查导致出口受限预期，东南亚生产基地排产调整更为明显。2025年一季度各硅料企业减产降负荷，国内多晶硅企业平均开工率降至历史最低水平40%以下，但仍继续呈现“三低一高”的运行状态，即市场价格及供需保持低位，库存维持高位。2025年二季度市场供需维持平衡，但期货蓄水池有望缓解业内库存压力。

图1 2024年以来光伏级多晶硅价格中枢持续下行至低位（单位：美元/千克）

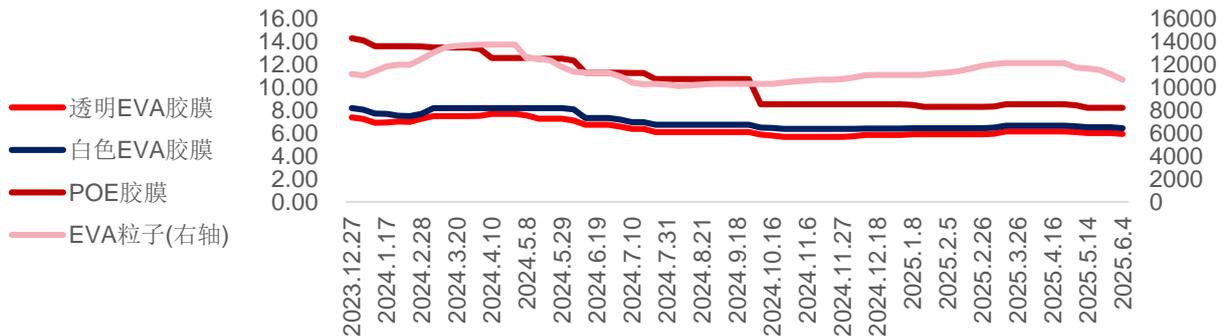


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

胶膜售价变动主要取决于上游粒子市场价格变动、下游客户需求情况，下游光伏组件厂商胶膜采购价格在较大程度上锚定粒子价格变动，胶膜厂商议价能力偏弱，2024年以来，胶膜价格中枢持续下行，其中受POE粒子价格大幅下滑影响，POE胶膜调整更加明显。

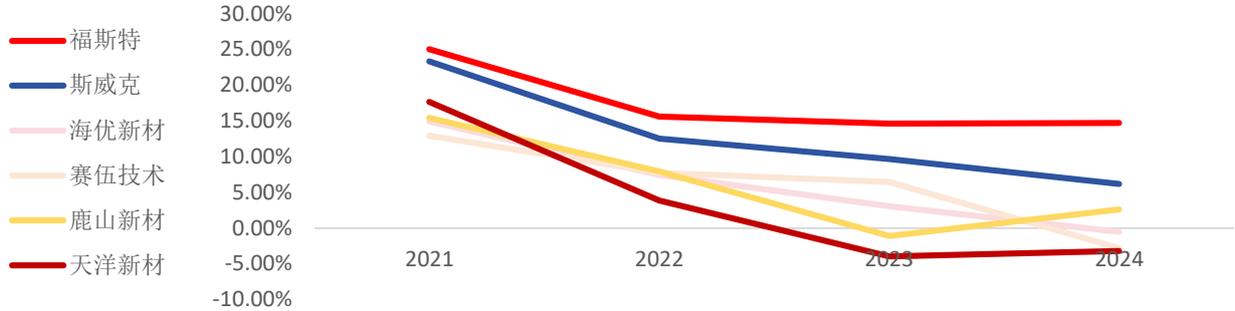
近年来原材料价格大幅波动，胶膜企业对客户普遍采用月度报价的模式，胶膜行业的销售模式一般能够保障成本的及时传导，但光伏级多晶硅价格持续波动下行，胶膜下游市场需求持续受到压制，市场竞争加剧，胶膜行业基于材料成本及合理利润率制定的销售价格无法顺利向下游客户传导，企业盈利普遍受到较大冲击。胶膜行业生产经营模式导致胶膜厂商需要提前备货，以应对客户产品及时交付要求，因此行业普遍维持较高库存金额。受上游粒子厂商产能陆续释放、下游客户月度排产大幅波动、产业链上下游价格博弈等多重因素影响，2024年以来EVA粒子价格仍呈现较大波动性，整体呈震荡下行趋势。粒子及胶膜价格短期内大幅下跌，胶膜企业将面临较大存货跌价风险。此外，胶膜厂商采购原材料普遍需预付货款，下游组件厂商则普遍采用票据结算，且账期较长，胶膜行业上下游存在明显账期差，资金不充分的企业往往需要通过票据贴现换取现金流，对企业盈利形成进一步侵蚀。受上述因素影响，2024年主要上市公司胶膜业务毛利率持续下滑，部分公司毛利率转负，龙头企业福斯特凭借规模、成本与资金优势，胶膜业务盈利表现仍显著优于行业整体。

图2 2024年以来胶膜价格中枢持续下行，EVA 粒子价格低位震荡下行（单位：元/平方米，元/吨）



资料来源：索比光伏网辅材周报价数据，中证鹏元整理

图3 主要上市公司近年胶膜业务毛利率大幅下滑，龙头企业福斯特胶膜业务仍具有显著盈利优势



注：2021-2024 年斯威克胶膜业务毛利率采用深圳燃气光伏胶膜业务毛利率数据；鹿山新材热熔胶膜业务收入包含热塑性光学透明胶膜与太阳能电池封装胶膜，鉴于热塑性光学透明胶膜收入规模较小，2022 年及以后年度，鹿山新材胶膜业务毛利率采用热熔胶膜业务整体毛利率数据

资料来源：各公司年报，中证鹏元整理

胶膜行业集中度高，福斯特凭借盈利优势全球市场份额长期保持在50%左右，近年行业新进入厂商较多，且产能扩张较快，行业竞争加剧；双面组件及N型组件需求扩张，带动POE胶膜（单层或共挤）市占率提升，2024年EPE共挤型胶膜市场份额持续提升至37.0%，逐步成为行业主流产品

胶膜的全球市场供应基本被国内厂商所替代，行业已形成以福斯特为龙头，斯威克、百佳年代、海优新材为第二梯队，祥邦科技、赛伍技术、鹿山新材等为第三梯队的“一超多强”的市场竞争格局。相比光伏产业链其他行业，胶膜主要为轻资产经营模式，新进入者可借助资本市场资金支持进入行业并快速扩充产能，近年行业新进入厂商较多，且产能扩张较快，行业竞争加剧。市场下行期，二、三厂商市场份额波动加大，福斯特凭借盈利优势全球市场份额长期保持在50%左右，2024年福斯特胶膜出货量同比增长24.98%，预计供货占比进一步提高。

光伏行业通过技术创新与迭代推动产业链持续降本增效，技术发展亦使得胶膜需求结构发生改变。目前，市场上封装材料主要有透明EVA胶膜、白色EVA胶膜、聚烯烃（POE）胶膜、共挤型聚烯烃复合膜EPE（EVA-POE-EVA）胶膜与其他封装胶膜。新型太阳能电池技术大多采用N型硅片，具有更高的抗PID性能要求，使得POE胶膜（单层或共挤）的潜在需求增加，其中EPE共挤型胶膜以其良好的加工性能和阻水性相结合的优点，逐步成为行业主流产品。根据中国光伏业协会数据，2024年组件封装材料仍以透明EVA胶膜为主，约占41.6%的市场份额，占比较2023年度略有下滑。随着TOPCon组件及双玻组件市场占比的提升，共挤型EPE胶膜2024年市场占比由2023年度27.8%提升至37.0%，未来预计其市场占比将进一步增大。

#### 四、经营与竞争

跟踪期内，公司仍主要从事光伏胶膜产品的生产与销售，收入及毛利仍主要由光伏胶膜产品贡献，

汽车轻量化环保皮革、PDCLC 瞬光液晶调光膜等非光伏胶膜产品贡献较小。2024年胶膜市场竞争态势较严峻，原材料价格整体波动向下，胶膜产品销售价格持续下调，受销量及产品价格下滑影响，2024年公司实现营业收入25.24亿元，同比下滑46.81%，光伏胶膜产品毛利率持续下滑并转负。

**表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2024年			项目	2023年		
	金额	占比	毛利率		金额	占比	毛利率
光伏胶膜	250,379.54	99.18%	-0.54%	EVA 胶膜	278,753.48	58.03%	3.59%
				共挤型/POE 胶膜	201,270.32	41.90%	2.35%
非光伏胶膜产品	2,065.78	0.82%	28.22%	非胶膜产品	341.73	0.07%	40.53%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>252,445.33</b>	<b>100.00%</b>	<b>-0.31%</b>	<b>主营业务收入合计</b>	<b>480,365.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.09%</b>

注：2024年公司收入披露口径有所变动，光伏胶膜类产品收入合并统计；非光伏胶膜产品主要系轻量化环保皮革、PDCLC瞬光液晶调光膜等汽车领域膜产品。

资料来源：公司提供

**2024年光伏胶膜上游粒子市场价格延续下行趋势，下游供需错配状况未改观，公司胶膜产品价格持续下行，基于控风险考虑，公司胶膜出货量同比下滑24.99%，市场份额有所下滑；跟踪期内，公司销售仍主要面向境内光伏组件龙头企业，与主要客户合作稳定，客户集中度仍较高，外销占比较低**

公司胶膜售价的变动仍主要取决于上游粒子市场价格变动以及下游客户需求情况。2024年以来上游EVA粒子、POE粒子价格延续波动向下趋势，光伏装机量及胶膜行业需求仍保持增长，但增速明显放缓，胶膜行业供需阶段性错配状况未改观，市场竞争激烈。2024年公司主要胶膜产品全年平均售价同比下滑幅度较大，其中EVA胶膜平均售价同比下滑32.09%，共挤型/POE胶膜平均售价同比下滑33.00%。面对胶膜销售价格持续下调，公司为控风险而采取谨慎销售政策，2024年公司实现胶膜出货量42,419.76万平方米，同比下降24.99%，公司市场份额有所下滑。

**表2 2023-2024年公司主要产品销售情况**

产品名称	项目	2024年	2023年
EVA 胶膜	销量（万平方米）	20,914.83	35,329.97
	销售额（万元）	112,063.48	278,753.48
	平均售价（元/平方米）	5.36	7.89
共挤型/POE 胶膜	销量（万平方米）	21,504.92	20,965.66
	销售额（万元）	138,316.06	201,270.32
	平均售价（元/平方米）	6.43	9.60

注：分产品销量数据为销售额/平均售价测算数。

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

跟踪期内，随着下游光伏组件中标价格持续走低，下游客户降本增效压力加大，头部组件企业采购议价能力较强，进一步压降供应商利润空间，而外销产品的毛利率普遍高于国内市场。为降低客户信用风险，公司产品销售仍主要面向境内光伏组件龙头企业，主要客户包括晶科能源、通威股份、天合股份、晶澳股份、隆基绿能等，客户集中度仍较高，2024年公司前五大客户销售收入占营业收入比重为59.18%，

公司主营业务收入中外销相对占比仍较低为1.42%。跟踪期内，公司与主要客户合作整体稳定，前五大客户结构略有变动，基于控风险考虑，公司减少部分经营状况弱化组件厂的销售额。公司的收款结算模式与账期无较大变动，基于公司上下游存在账期差，仍需关注公司营运资金被占用较大情况。

**跟踪期内，公司产能利用水平较低，光伏产业链仍面临市场供需错配压力，胶膜行业市场竞争仍较激烈，下游组件厂商若采取减产措施，胶膜需求亦将受到压制，公司产能消化存在较大压力**

跟踪期内，公司生产模式仍为“以销定产、适当备货”。截至2024年末，公司胶膜累计投产产能7.30亿平方米，2024年新增产能主要系年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期（平湖、越南）平湖厂区部分释放。由于下游胶膜产品价格水平较低，公司控制出货量，2024年及2025年1-3月产能利用水平持续下降至较低水平。

**表3 2023-2025年3月公司主要产品产能利用率情况**

项目	2025年1-3月	2024年	2023年
产能（万平方米）	16,000.00	73,000.00	70,362.43
产量（万平方米）	5,350.72	42,054.89	56,067.03
产能利用率	33.44%	57.61%	79.68%

注：公司胶膜产品现有生产线为共线，三种产品产能可以互补，各个生产基地根据产能情况及客户订单情况随时切换，产能利用率为综合计算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司主要在建项目为年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期（平湖、越南），为本期债券募投项目之一，预计2025年三季度达到预定可使用状态，平湖基地、越南基地完全达产预计将分别释放产能1.0亿平方米、0.5亿平方米，剩余0.5亿平方米产能建设公司将根据市场情况灵活分配产地。当前光伏产业链仍面临市场下行及供需错配压力，且光伏胶膜市场竞争仍较激烈，下游组件厂商若采取减产措施，胶膜需求亦将持续受压制；此外，受美国对东南亚双反调查以及美国关税政策影响，东南亚地区光伏产品出货具有较大不确定性，公司未来新增产能消化存在较大压力。

**表4 截至2024年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、万平方米）**

项目名称（地点）	预计募集资金投入额	实际已募集资金金额	产品类别	设计新增产能	达成预定可使用状态日期
年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期（平湖、越南）	3.19	0.94	透明 EVA 胶膜	10,000.00	2025年三季度
			POE 胶膜	10,000.00	
--	<b>3.19</b>	<b>0.94</b>	--	<b>20,000.00</b>	--

注：截至2024年末，除上述募集资金投入外，公司年产2亿平方米光伏封装胶膜项目一期越南厂区已投入土地购置支出700万美元，厂房投入1200万美元，均为公司自有资金；平湖厂区累计已投入2.00亿元，其中土地购置支出0.27亿元，厂房及附属房屋支出1.73亿元（该厂房不限于一期使用），均为自有资金投入，机器设备、装饰等投入均采用募集资金。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司主营业务成本仍主要为原材料成本，原材料价格波动对公司成本控制压力较大，2024年以来EVA粒子、POE粒子价格中枢持续下行，且部分时间段下滑幅度较大，叠加胶膜生产经营模式使得库存**

成本压力无法及时传导，公司胶膜产品毛利率水平持续下滑；伴随国产树脂供应商产能释放，EVA及POE粒子供应格局持续优化，公司采购选择空间有所改观

公司胶膜产品直接材料占成本比重在86%左右，其价格波动仍将对公司产品成本产生较大影响。公司生产所需的主要原材料为EVA粒子、POE粒子，2024年公司主要原材料采购均价较2023年大幅下降，与此同时，胶膜订单价格跟随原材料价格同步下跌。由于销售成本的变动受高价库存影响不能即时反映原料价格的变化，成本下降幅度小于胶膜产品单价下降幅度，叠加固定资产折旧及各项摊销成本增加，导致2024年公司胶膜产品毛利率持续下滑。

**表5 2023-2024年公司主要产品平均售价、主要原材料平均采购价格与单位平均成本变动情况**

所属产品	项目	2024年	2023年	同比变动
EVA胶膜	EVA胶膜平均售价（元/平方米）	5.36	7.89	-32.09%
	EVA粒子平均采购价格（元/吨）	9,362.20	13,232.00	-29.25%
	EVA胶膜单位材料成本（元/平方米）	4.58	6.77	-32.31%
共挤型/POE胶膜	共挤型/POE胶膜平均售价（元/平方米）	6.43	9.60	-33.00%
	EVA/POE粒子采购均价（元/吨）	10,672.75	14,534.77	-26.57%
	共挤型/POE胶膜单位材料成本（元/平方米）	5.61	8.62	-34.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，伴随国产树脂供应商产能逐步释放，EVA及POE粒子供应格局持续优化，根据中国光伏行业协会统计数据，2024年EVA粒子在地化供应率达到73.0%左右，POE粒子国内亦在加速产业化，在地化供应率为6.2%，伴随在建产能投产，预计2025年在地化率将进一步提升。公司粒子供应商主要为浙江石油化工有限公司、江苏斯尔邦石化有限公司、中国石化化工销售有限公司、三井化学（中国）管理有限公司等树脂行业主要供应商，一般与供应商签订长期供货合同或每月按需签订订单，合作较稳定。2024年公司前五名供应商采购合计额占当期采购总额的比例为60.99%，集中度仍较高，公司与上游供应商结算方式及账期无重大变动。

## 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容诚会计师事务所（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。

2024年公司胶膜产品价格及销量下滑，主营业务盈利能力大幅下降，毛利率及EBITDA利润率转负，净亏损占上年末净资产的比重为25.40%；2024年公司收缩生产经营规模，以回笼资金偿付到期大规模债务，公司杠杆水平及流动性指标有所改善，短期债务压力有所释放

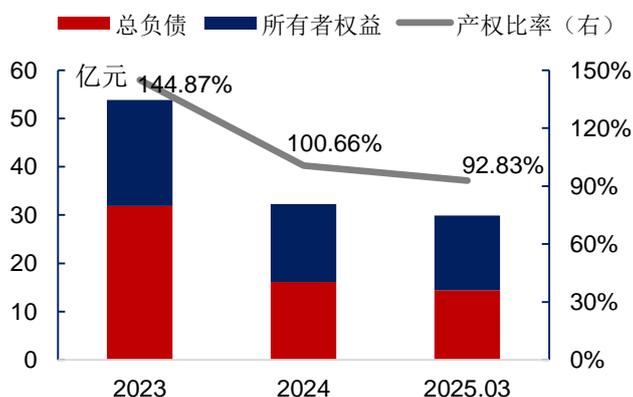
### 资本实力与资产质量

2024年胶膜产品及上游原材料价格中枢持续下行，主营业务盈利能力大幅下滑，毛利率转负，连续亏损使得公司资本实力进一步削弱。公司收缩生产经营规模，产品产销量及收入规模下滑，原材料备货量及应收账款规模下降明显，叠加应收票据2024年到期收款规模较大。综合影响下，公司总资产规模持续收缩，2024年末总资产同比下降40.10%。公司收缩生产经营开支，回笼资金主要用于偿还大规模到期债务，跟踪期内公司负债规模亦持续收缩，产权比率有所降低。

资产构成方面，光伏胶膜行业普遍采用轻资产运营模式，公司资产结构仍以流动资产为主。公司应收账款及应收票据对手方主要系国内知名光伏组件企业，近年账龄逾期及坏账规模小，应收账款账龄主要在半年以内。光伏组件头部厂商议价与占款能力强，跟踪期内盈利状况恶化，在下游市场竞争加剧背景下，需警惕客户回款周期延长风险。2024年公司新增计提存货跌价准备1.20亿元，跟踪期内公司库存规模已大幅收缩，且胶膜产品及上游粒子价格处于相对低位，未来公司存货跌价风险预计将有所降低。2024年公司主要资本性开支系投入0.75亿元用于越南工厂厂房建设，固定资产计提减值准备0.82亿元，新增计提折旧0.86亿元，2024年末暂时闲置固定资产账面价值1.23亿元，公司当前产能利用水平较低，需关注固定资产减值风险。2024年末，公司货币资金主要为银行存款，小额因保证金使用受限，其他流动资产主要包括0.81亿元待抵扣增值税及0.25亿元理财产品。整体来看，公司资产流动性及质量尚可。

截至2024年末，公司受限资产合计1.91亿元，主要系1.57亿元固定资产中的厂房与0.32亿元无形资产中的土地因借款抵押受限。

图4 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

表6 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	1.91	6.38%	3.52	10.91%	5.10	9.48%
应收票据	5.25	17.53%	4.48	13.89%	10.74	19.96%
应收账款	6.72	22.46%	7.86	24.38%	12.73	23.65%
存货	1.52	5.09%	1.93	5.99%	7.29	13.54%

其他流动资产	1.51	5.04%	1.08	3.35%	1.70	3.15%
<b>流动资产合计</b>	<b>18.47</b>	<b>61.72%</b>	<b>20.46</b>	<b>63.44%</b>	<b>39.74</b>	<b>73.83%</b>
固定资产	6.02	20.10%	6.22	19.27%	7.32	13.60%
在建工程	1.32	4.43%	1.28	3.96%	1.08	2.01%
无形资产	1.20	4.00%	1.21	3.74%	1.22	2.27%
<b>非流动资产合计</b>	<b>11.46</b>	<b>38.28%</b>	<b>11.79</b>	<b>36.56%</b>	<b>14.09</b>	<b>26.17%</b>
<b>资产总计</b>	<b>29.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>53.83</b>	<b>100.00%</b>

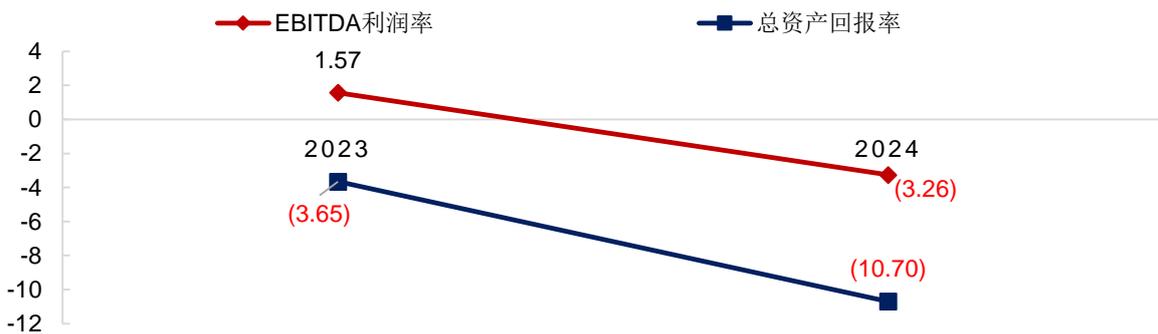
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

前期为有效扩大市场份额，公司持续扩产，土地及厂房、设备等固定资产折旧及各项摊销成本增加，2024年公司胶膜产品毛利率持续下滑并转负，EBITDA利润率亦下滑至-3.26%。因原材料及胶膜产品价格下行，产能利用水平低，2024年公司计提1.20亿元存货减值损失、固定资产价值损失0.82亿元；因金山厂房租赁终止，相应厂房装修费转入当期损益产生资产处置损失0.29亿元；因支付员工离职补偿金及个别停产基地的人工成本计入管理费用，导致2024年管理费用同比增长 30.86%。综合影响下，2024年公司产生大额亏损5.58亿元，占上年末净资产的比重为25.40%，公司总资产回报率亦持续下滑。

受新能源电力全面市场化交易政策催动短期光伏抢装影响，2025年1-5月EVA粒子及胶膜价格短暂回暖后继续下行，当前光伏产业链供需阶段性错配现状未明显改善，胶膜需求及价格端修复压力较大，且福斯特对于其他胶膜企业保持较高毛利差优势，胶膜市场竞争压力大，公司短期面临持续亏损风险。2025年1季度公司实现营业收入3.16亿元，同比降低64.02%，销售毛利率为-1.04%。

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

2024年公司收缩生产经营开支规模，回笼资金用于偿还大规模到期债务，2024年末公司总债务规模降至13.40亿元，同比大幅下降，其中短期债务规模及占比进一步降低，短期债务压力有所释放，债务结

构亦有所改善。2024年末，公司债务类型以银行借款和本期债券为主，其中银行借款类型主要为信用借款、保证借款、抵押及保证借款，其他流动负债主要为已背书未终止确认的银行承兑汇票，应付债券为本期债券负债部分，租赁负债主要由新租赁准则下租赁厂房产产生。经营性负债方面，应付账款主要为应付货款、工程及设备款、运费等，整体规模有所下降。

**表7 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	3.68	25.55%	3.21	19.87%	13.18	41.37%
应付账款	1.20	8.31%	2.31	14.31%	2.67	8.37%
一年内到期的非流动负债	0.34	2.35%	1.86	11.51%	3.73	11.70%
其他流动负债	1.38	9.60%	1.02	6.31%	1.96	6.15%
<b>流动负债合计</b>	<b>6.82</b>	<b>47.33%</b>	<b>8.68</b>	<b>53.66%</b>	<b>22.29</b>	<b>69.98%</b>
长期借款	1.05	7.29%	1.05	6.49%	2.74	8.60%
应付债券	6.07	42.12%	5.97	36.93%	5.65	17.73%
租赁负债	0.32	2.23%	0.32	2.00%	1.04	3.27%
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.59</b>	<b>52.67%</b>	<b>7.50</b>	<b>46.34%</b>	<b>9.56</b>	<b>30.02%</b>
<b>负债合计</b>	<b>14.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>16.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.85</b>	<b>100.00%</b>
总债务	--	--	13.40	82.81%	28.65	89.95%
其中：短期债务	--	--	6.05	45.15%	19.22	67.10%
长期债务	--	--	7.35	54.85%	9.43	32.90%

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

债务规模的压缩使得2024年末公司资产负债率和总债务/总资本指标同比有所降低。受原料采购现金支出大幅减少，应收账款降低以及票据到期回款影响，2024年公司经营活动现金净流入3.60亿元，同时资本性开支规模明显收缩，公司自由现金流转正。但2024年公司主营业务盈利能力持续下滑，EBITDA及FFO转负，EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务等偿债能力指标明显弱化。

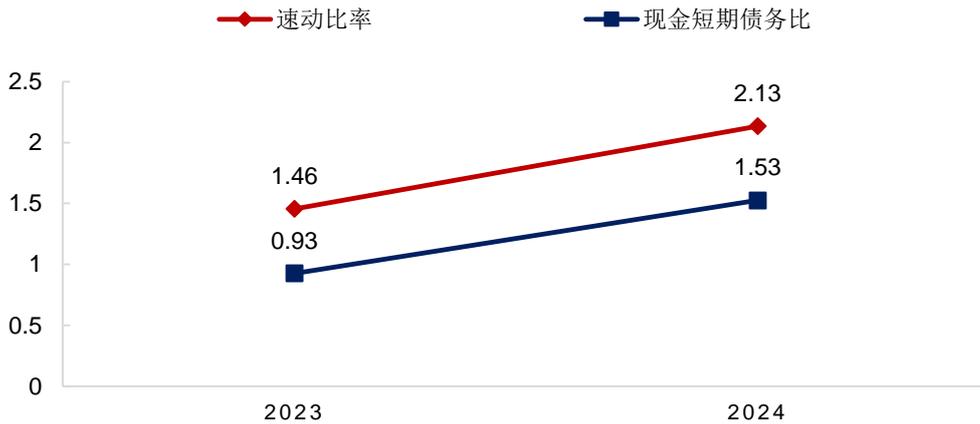
**表8 公司偿债能力指标**

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.45	3.60	-10.68
FFO（亿元）	--	-1.90	-0.82
资产负债率	48.14%	50.16%	59.16%
净债务/EBITDA	--	-5.89	16.05
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.02	0.66
总债务/总资本	--	45.46%	56.58%
FFO/净债务	--	-38.13%	-6.69%
经营活动现金流净额/净债务	--	72.29%	-87.12%
自由现金流/净债务	--	57.46%	-105.89%

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

流动性指标方面，大规模到期债务的偿还使得公司2024年末速动比率与现金短期债务比指标有所回升，2024年末公司现金类资产可覆盖其短期债务，短期流动性持续改善。公司未来流动性需求主要来自债务还本付息以及生产经营支出。截至2025年3月末，公司银行总授信额度为37.55亿元，剩余未使用授信额度合计32.79亿元，备用流动性较充足，但仍需关注公司持续亏损情况下流动性指标的弱化。

**图 6 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，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30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；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月16日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

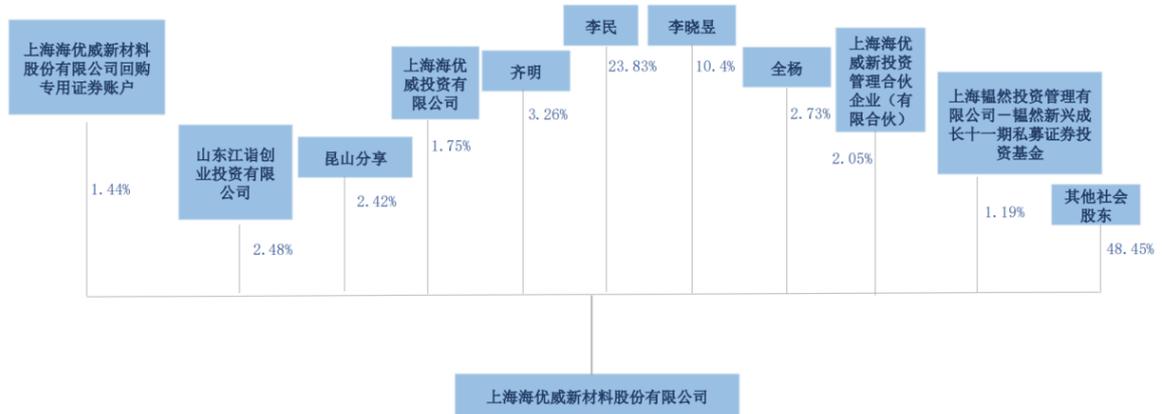
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	1.91	3.52	5.10	6.31
应收票据	5.25	4.48	10.74	14.67
应收账款	6.72	7.86	12.73	14.86
流动资产合计	18.47	20.46	39.74	54.23
固定资产	6.02	6.22	7.32	4.59
非流动资产合计	11.46	11.79	14.09	10.54
资产总计	29.93	32.25	53.83	64.78
短期借款	3.68	3.21	13.18	25.47
一年内到期的非流动负债	0.34	1.86	3.73	0.25
流动负债合计	6.82	8.68	22.29	33.76
长期借款	1.05	1.05	2.74	0.00
应付债券	6.07	5.97	5.65	5.32
非流动负债合计	7.59	7.50	9.56	6.20
负债合计	14.41	16.18	31.85	39.96
总债务	--	13.40	28.65	36.00
其中：短期债务	--	6.05	19.22	29.80
长期债务	--	7.35	9.43	6.20
所有者权益	15.52	16.07	21.98	24.82
营业收入	3.16	25.91	48.72	53.07
营业利润	-0.49	-5.08	-3.08	0.33
净利润	-0.57	-5.58	-2.29	0.50
经营活动产生的现金流量净额	0.45	3.60	-10.68	-29.15
投资活动产生的现金流量净额	-0.90	0.50	-3.40	-1.32
筹资活动产生的现金流量净额	-1.17	-5.00	12.26	32.79
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	-0.85	0.76	3.01
FFO（亿元）	--	-1.90	-0.82	1.51
净债务（亿元）	--	4.97	12.26	14.44
销售毛利率	-1.04%	-0.44%	3.35%	7.87%
EBITDA 利润率	--	-3.26%	1.57%	5.66%
总资产回报率	--	-10.70%	-3.65%	1.82%
资产负债率	48.14%	50.16%	59.16%	61.69%
净债务/EBITDA	--	-5.89	16.05	4.80
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.02	0.66	5.03
总债务/总资本	--	45.46%	56.58%	59.19%
FFO/净债务	--	-38.13%	-6.69%	10.46%

经营活动现金流净额/净债务	--	72.29%	-87.12%	-201.89%
速动比率	2.48	2.13	1.46	1.21
现金短期债务比	--	1.53	0.93	0.77

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 月末）



资料来源：企业提供

### 附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质
上海海优威应用材料技术有限公司	18,000.00	100.00%	胶膜生产、销售
常州合威新材料科技有限公司	2,000.00	100.00%	胶膜生产、销售
镇江海优威应用材料有限公司	6,000.00	100.00%	胶膜生产
泰州海优威应用材料有限公司	8,000.00	100.00%	胶膜生产、销售
上饶海优威应用薄膜有限公司	8,000.00	100.00%	胶膜生产、销售
上海海优威新材料科技有限公司	5,000.00	100.00%	胶膜销售
盐城海优威应用材料有限公司	3,000.00	100.00%	胶膜生产
平湖海优威应用材料有限公司	5,000.00	100.00%	胶膜生产
HIUV APPLIED MATERIALS TECHNOLOGY INVESTMENT PTE.LTD.	1,480.10 万美元	100.00%	投资
平湖海优威科技有限公司	2,000.00	100.00%	销售
CÔNG TY TNHH VẬT LIỆU ỨNG DỤNG HIUV	979.05 万美元	100.00%	胶膜生产、销售
甘肃海优威绿色能源科技有限公司	200.00	100.00%	光伏行业
CYCLESUNPTYLTD	380.00（万美元）	100.00%	光伏行业
成都海优威新材料技术有限公司	5,000.00	100.00%	胶膜生产

资料来源：公司 2024 年年报，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
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	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