

上海永冠众诚新材料科技（集团） 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【620】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。

上海永冠众诚新材料科技（集团）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
永 22 转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司（以下简称“永冠新材”或“公司”，股票代码：603681.SH）2024 年工业级、车规级产品销量增长较快，收入规模持续增长，与主要客户合作稳定，且产能利用水平尚可；同时中证鹏元也关注到，受市场竞争加剧下部分产品销售价格降低、制造费用增长等因素影响，2024 年公司产品毛利率有所下滑，公司外销占比仍较大，面临贸易政策不确定性以及汇率波动风险，此外，跟踪期内，公司总债务规模呈扩张趋势，仍面临较大偿债压力和一定资金支出压力。

评级日期

2025 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：顾春霞
guchx@cspengyuan.com

项目组成员：薛超
xuéc@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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	68.94	66.17	64.86	64.57
归母所有者权益	25.82	25.68	25.14	24.71
总债务	36.03	33.09	32.52	33.08
营业收入	15.27	62.05	54.57	50.27
净利润	0.13	1.63	0.82	2.27
经营活动现金流净额	-0.63	2.34	3.55	5.01
净债务/EBITDA	--	6.35	4.57	3.11
EBITDA 利息保障倍数	--	3.40	3.75	4.52
总债务/总资本	58.25%	56.30%	56.39%	57.10%
FFO/净债务	--	8.75%	11.71%	18.26%
EBITDA 利润率	--	5.94%	7.22%	7.69%
总资产回报率	--	3.77%	2.31%	5.82%
速动比率	1.02	1.10	1.10	1.51
现金短期债务比	0.58	0.65	0.82	1.43
销售毛利率	7.10%	7.94%	8.72%	10.18%
资产负债率	62.54%	61.19%	61.24%	61.51%

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

- **伴随产品产销量扩大，2024 年公司收入规模持续增长。**2024 年公司与主要客户合作稳定，且产能利用水平尚可，伴随产能扩张，公司主要产品产销量扩大，其中传统民用消费级产品产销量仍保持小幅增长，工业级胶粘新材料、车规级胶膜新材料市场开拓良好，2024 年销量分别同比增长 28.96%、86.37%，全年公司实现营业收入 62.05 亿元，同比增长 13.72%。

关注

- **公司仍面临较大偿债压力和一定资金支出压力。**跟踪期内，公司总债务规模呈扩张趋势，2025 年 3 月末为 36.03 亿元，其中短期债务在总债务中占比达 56.64%，且近年一直保持较高杠杆水平；2024 年公司持续进行较大规模资本开支，自由现金流仍为负，未来公司主要资本性支出仍需依赖筹资活动。
- **公司外销占比较大，需注意出口国贸易政策变化，以及汇率波动风险。**公司出口外销业务规模较大，2024 年占主营业务收入的比重达 70% 以上，外销占比较上年度有所提升，公司外销主要采用美元结算，汇率波动对公司产品销售规模、经营效益均存在一定影响，未来需持续关注产品出口国家贸易政策变化。
- **产品毛利率进一步下滑。**受市场竞争加剧下部分产品销售价格降低、制造费用增长等因素影响，公司销售毛利率及 EBITDA 利润率均有所下滑；此外，2024 年各类胶带中直接材料成本占比均超过 75%，产品成本受材料价格影响仍较大，未来仍需关注原材料价格波动等因素对盈利的影响。

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，伴随产能释放，公司业务规模有望持续扩大，且公司经营风险和财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	公司	晶华新材
总资产	66.17	25.59
营业收入	62.05	18.85
净利润	1.63	0.69
销售毛利率	7.94%	17.09%
资产负债率	61.19%	47.67%

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
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	6/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	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		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：（1）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
永 22 转债	7.70	7.6996	2024-6-25	2028-7-28

一、 债券募集资金使用情况

永22转债募集资金原计划用于江西连冠功能性胶膜材料产研一体化建设项目（以下简称“连冠项目”）、江西永冠智能化立体仓储建设项目（以下简称“智能仓储项目”）、全球化营销渠道建设项目（以下简称“营销建设项目”）、“江西振冠环保可降解新材料产研一体化建设项目”（以下简称“振冠项目”）¹及补充流动资金。截至2024年末，永22转债募集资金专项账户余额为2,031.31万元，使用闲置募集资金进行现金管理余额为25,000.00万元。

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，由于本期债券部分转股，2025年3月末，公司总股本增至19,113.10万股，公司实际控制人仍为吕新民、郭雪燕夫妇，其合计直接持有公司37.67%股份，公司控股股东和实际控制人，无股权质押情况，股权结构及实际控制关系如附录二所示。

截至2025年6月20日收盘，公司股价为14.32元，永22转债转股价为22.59元，转股溢价率为78.53%。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化，主营业务为民用消费级胶粘新材料、车规级胶膜新材料、工业级胶粘新材料、可降解新材料等各类新材料的研发、生产与销售。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，其中江西永冠科技发展有限公司（以下简称“江西永冠”）资产规模体量较大。

表1 2024年江西永冠财务数据情况（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	净利润
江西永冠	37.95	19.00	1.24

资料来源：公司2024年年报，中证鹏元整理

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

¹ 根据公司于2024年2月3日发布的《上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司关于变更部分可转债募集资金用途的公告》，公司拟将连冠项目募集资金中的10,000.00万元用于振冠项目，拟终止智能仓储项目、营销建设项目的募集资金投入，并将该两个项目剩余募集资金用于振冠项目；该事项及影响详见《中证鹏元关于关注上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司变更部分可转债募集资金用途事项的公告》（中证鹏元公告【2024】110号）。

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，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。

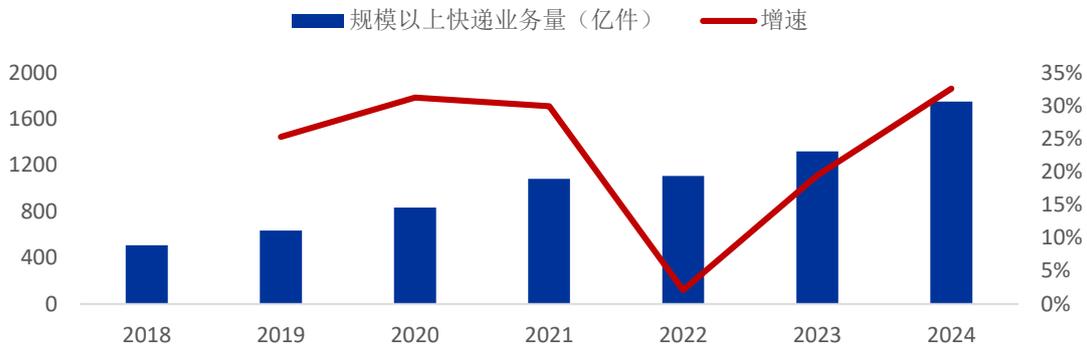
行业环境

2024年国内民用胶带下游行业景气度分化，快递和汽车市场增势明显，房地产市场持续收缩，2024年胶粘带行业出口量呈现增长趋势，出口价格竞争仍较激烈；2024年胶带行业主要原材料价格走势较为平稳，仍需关注原材料价格后续波动对胶带企业生产经营的影响

胶带下游大致分为民用、工业两大领域，其中民用胶带市场空间体量大，但产品对功能性及耐久性要求不高，制造壁垒相对较低，市场竞争相对激烈。在国内民用胶带市场，OPP（BOPP）包装胶带凭借其商品包装和封箱粘接等领域的广泛应用，占据着最大的产销份额。这一现象主要得益于中国电商产业的快速扩张，消费者购物习惯从线下向线上转移，带动了物流行业的持续增长，从而显著拉动了对OPP胶带的需求。国家邮政局《2024年邮政行业发展统计公报》显示，2024年全国快递业务量达到1,936.8亿件，同比增长19.2%；快递业务收入实现1.4万亿元，同比增长13.8%，增速较往年有所提升。此外，建筑装饰和汽车行业也为胶带消费提供了重要支撑。其中，建筑装饰领域主要使用具有优异粘性、易剥离、耐高温和防水特性的美纹纸胶带，适用于室内装修喷漆遮蔽等场景。不过，受房地产市场调整影响，2024年全国房地产开发投资同比下降10.6%至10.02万亿元，房屋施工面积减少14.6%至73.32亿平方米。

受国内经济回暖、消费政策加码以及出口增长等因素影响，2024年中国汽车累计销售3,143.6万辆，同比增长4.46%，汽车行业发展及汽车自动化程度提高刺激汽车线束胶带需求量增长。目前汽车线束胶带单车价值量在30-50元之间，汽车线束胶带产品功能性与寿命要求高，且认证准入周期长，产品附加值及准入门槛较高，长期被3M、TESA、日东电工等海外厂商垄断，国产替代市场空间广阔。

图 1 2024 年我国快递业务量增速持续上升

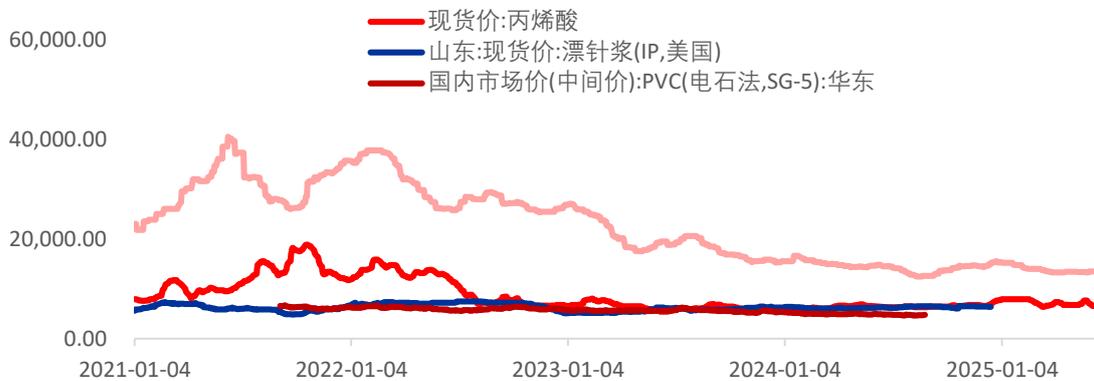


资料来源：国家邮政局，中证鹏元整理

从进出口情况来看，据中国胶粘剂和胶粘带工业协会、全国粘合剂信息站整理分析的国家海关总署数据，2024 年胶粘带行业实现出口量 261.82 万吨，同比增长 20.43%，实现出口额 100.65 亿美元，同比上涨 10.47%，出口量与出口额均呈现增长趋势，出口价格竞争仍较激烈；2024 年胶粘带行业实现进口量 14.88 万吨，同比增加 17.63%，实现进口额 34.60 亿美元，同比上升 12.67%，但进口单价仍超过出口单价 5 倍，胶带产品国产替代空间广阔。从行业竞争格局看，国内胶带行业内企业众多、产业集中度较低；近年下游市场需求趋弱的背景下，行业竞争加剧，行业内各公司降价抢订单现象明显，行业盈利能力有所下滑，而利润挤压亦将倒逼行业转型洗牌及格局重塑。

胶带行业产业链上游主要为树脂、橡胶行业，还包括以纸、布、薄膜为代表的基材制备行业。2022 年下半年以来，随着上游原油价格逐步走低，PVC、环氧树脂等原材料价格快速回落，2023 年上半年以来，受供需变化影响，PVC、环氧树脂等原材料价格震荡下行，伴随下游需求回暖，2023 年下半年上述原材料价格有所回升，2024 年上游主要原材料价格走势较为平稳，但后续仍需关注原材料价格波动对胶带企业生产经营影响。

图 2 2024 年胶带行业上游原材料价格走势相对平稳（单位：元/吨）



资料来源：Wind，iFinD，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司仍主要从事各类胶粘材料的研发、生产和销售，收入仍主要来源于民用消费级胶粘新材料、可降解新材料等。民用消费级产品差异化程度低，市场竞争激烈，毛利率水平较低，工业级和车规级产品差异化、定制化程度更高，毛利率水平亦相对更高。公司在巩固民用消费级产品规模的同时，加大工业级和车规级产品开发和销售力度，2024年上述两类产品增长较快，收入占比有所提升。

公司毛利仍主要来自工业级胶粘新材料和可降解新材料产品，面对产品价差收窄、市场竞争加剧的阶段性压力，2024年公司主要产品毛利率均有所下滑，其中车规级胶膜新材料受后装市场车膜产品前期成本投入影响，毛利率下滑幅度较大。

表2 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
民用消费级胶粘新材料	31.10	50.13%	3.04%	29.01	53.16%	3.16%
工业级胶粘新材料	12.69	20.46%	16.85%	10.74	19.68%	18.29%
车规级胶膜新材料	2.19	3.54%	5.55%	1.05	1.93%	14.07%
可降解新材料	15.41	24.83%	10.94%	13.36	24.48%	12.66%
主营业务小计	61.40	98.95%	7.97%	54.15	99.25%	8.72%
其他业务	0.65	1.05%	5.15%	0.41	0.75%	9.17%
合计	62.05	100.00%	7.94%	54.57	100.00%	8.72%

注：2024年年报对公司产品的披露大类作了重分类调整，从原本按基材等分类调整到按应用领域分类。

资料来源：公司2024年年报，公司提供，中证鹏元整理

2024年公司主要产品产销量保持增长，其中工业级、车规级产品增长较快，但受市场竞争加剧影响，公司民用消费级产品价格水平仍较低，工业级产品、可降解新材料销售价格有所下滑；此外，公司外销占比仍较大，未来需持续关注产品出口国家贸易政策变化，以及汇率波动风险

跟踪期内，公司销售与产品定价模式未发生重大变化。公司仍主要采取“以销定产+安全库存”的生产模式，主要产品产销率维持在较高水平，民用消费级胶粘新材料（万千克）产销率较低，主要系生产OPP膜产品部分自供所致。

从具体销售情况看，面对市场竞争压力，公司传统民用消费级产品仍保持较强韧性，2024年民用消费级胶粘新材料（万平方米）销量同比增长10.72%，重点开拓的工业级胶粘新材料、车规级胶膜新材料、可降解新材料销量分别同比增长28.96%、86.37%和16.97%。从销售价格看，市场竞争加剧背景下，2024年公司主要产品价差收窄，其中民用消费级胶粘新材料销售单价相对稳定，整体价格水平仍较低，工业级胶粘新材料与可降解新材料销售单价同比下滑约8.70%、1.37%；公司车规级胶膜新材料覆盖汽车主机厂、汽车后市场两个领域，其中前装市场面向汽车主机厂提供线束胶带、车规级喷漆遮蔽胶带等多系列产品，后装市场以汽车三膜（车衣膜、改色膜、车窗膜）产品，通过4S集团、出口外贸、自有品牌等多

种路径实现销售，2024年车规级胶膜新材料销售价格提升11.69%，主要系单价较高的车膜等产品销售占比上升，产品销售结构变化所致。

表3 公司主要产品产销情况（单位：万平方米，元/平方米，元/千克，万元）

年份	产品	产量	销量	产销率	销售单价	销售收入
2024年	车规级胶膜新材料	13,317.55	12,779.96	95.96%	1.72	21,936.25
	工业级胶粘新材料	72,581.83	67,018.62	92.34%	1.89	126,929.07
	可降解新材料	111,322.57	107,192.12	96.29%	1.44	154,068.40
	民用消费级胶粘新材料（万平方米）	462,110.40	460,254.97	99.60%	0.51	235,243.10
	民用消费级胶粘新材料（万千克）	20,870.12	9,041.61	43.32%	8.38	75,795.87
2023年	车规级胶膜新材料	7,841.58	6,857.23	87.45%	1.54	10,530.39
	工业级胶粘新材料	54,385.04	51,967.39	95.55%	2.07	107,366.67
	可降解新材料	93,083.04	91,639.75	98.45%	1.46	133,553.22
	民用消费级胶粘新材料（万平方米）	417,638.50	415,695.92	99.53%	0.50	209,074.89
	民用消费级胶粘新材料（万千克）	19,567.53	9,708.61	49.62%	8.34	80,988.70

注：公司原披露口径不包含其他胶带类产品，新披露口径将铝箔胶带、双面胶胶带、地毯胶带等小品种胶粘带纳入产品产量统计；民用消费级胶粘新材料（万平方米）主要系膜基胶带等产品，计量单位为万平方米，民用消费级胶粘新材料（万千克）主要系 OPP 膜产品，计量单位为万千克。

资料来源：公司提供

从产品销售区域来看，公司收入仍以外销为主，海外销售主要为3M等国际客户，区域覆盖欧洲、亚洲、南美洲、非洲、大洋洲等，遍布全球110多个国家和地区，其中2024年直接出口美国的业务占整体收入的比例约为4%；国内客户为比亚迪、长城汽车、吉利集团、唯品会、娃哈哈、洽洽食品等。公司客户集中度不高，2024年前五大客户销售占比为13.16%，不存在对单一客户依赖风险，其中对3M销售占比为3.41%。

表4 公司主营业务收入区域分布情况（单位：亿元）

项目	2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
内销	17.57	28.62%	16.70	30.84%
外销	43.83	71.38%	37.45	69.16%
合计	61.40	100.00%	54.15	100.00%

资料来源：公司2024年年报，中证鹏元整理

跟踪期内，公司销售结算方式及账期整体变动较小，由于车规级胶膜新材料下游客户账期高于公司传统胶粘材料客户，若该类产品销售占比持续扩大，公司整体账期水平将有所延长。公司外销仍主要采用美元结算，美元兑人民币汇率变动对公司产品销售规模、经营效益均存在一定影响。受汇率变动影响，2024年公司产生汇兑收益0.50亿元；同时，公司运用远期外汇合约等衍生金融工具进行锁汇对冲汇率波动风险，但仍存在一定操作风险，2024年公司远期外汇合约等衍生金融工具交割及公允价值变动合计产生亏损156.31万元。公司外销占比仍较大，未来需持续关注产品出口国家贸易政策变化，以及汇率波动风险。

2024年公司产品成本构成仍以直接材料为主，未来仍需关注原材料价格变动对公司盈利的影响，制造费用等增长对公司部分产品销售成本产生一定负面影响；2024年公司通过扩建和技术改造实现产能持续增长，主要产品产能利用水平较好；目前公司在建项目规模仍较大，随着项目陆续建成投产，可为公司收入增长提供一定保障，但需关注新增产能消化风险，且存在一定的资金支出压力

由于公司生产水平自动化较高，产品成本构成仍以直接材料为主，2024年各类产品中直接材料成本占比均超过75%，产品成本受材料价格影响较大，未来仍需关注原材料价格变动对公司盈利的影响。

2024年公司振冠项目一期投产，但该项目尚处于人机磨合阶段，产量较低，同时车规级胶膜新材料后装市场产品尚处于前期调试磨合期，产销量亦较低，因此2024年公司可降解新材料与车规级胶膜新材料制造成本、人工成本较上年同比增幅较大，对上述产品整体销售成本产生一定负面影响。

表5 2023-2024年公司主要产品营业成本构成情况（单位：亿元）

产品	成本构成项目	2024年金额	2024年金额同比变化	2024年成本占比	2023年成本占比
车规级胶膜新材料	直接材料	1.56	114.46%	75.47%	80.57%
	人工成本	0.22	152.30%	10.47%	9.50%
	制造成本	0.29	224.15%	14.06%	9.93%
工业级胶粘新材料	直接材料	8.11	18.75%	76.83%	77.83%
	人工成本	1.17	25.73%	11.06%	10.58%
	制造成本	1.28	25.72%	12.11%	11.59%
可降解新材料	直接材料	10.36	8.63%	75.50%	81.75%
	人工成本	1.28	50.58%	9.30%	7.26%
	制造成本	2.09	62.81%	15.20%	10.99%
民用消费级胶粘新材料	直接材料	24.68	5.71%	81.84%	83.12%
	人工成本	1.45	23.10%	4.79%	4.18%
	制造成本	4.03	12.99%	13.37%	12.70%

资料来源：公司2024年年报，中证鹏元整理

表6 公司主要原材料采购情况

原材料名称	结算方式	2024年采购单价同比变动	采购量（吨）
OPP膜	银行存款	3.93%	598.34
丁酯	承兑汇票+银行存款	-1.52%	87,207.78
树脂	银行存款	6.93%	31,870.18
粒子	银行存款	7.47%	19,108.70
其他橡胶	信用证	22.39%	10,137.37
纸浆	信用证	-4.09%	41,839.46
PVC粉	银行存款	-8.18%	15,997.46
SIS橡胶	承兑汇票+银行存款	2.91%	13,558.86
PP粒子	银行存款	-0.30%	190,776.88

资料来源：公司2024年年报，中证鹏元整理

2024年度公司前五大供应商采购金额占比由上年度34.99%降至30.90%，公司采购集中度仍不高；跟

踪期内公司与主要供应商保持稳定合作的同时，为避免供应商依赖，公司会根据材料性价比、服务能力、运输距离远近、产品稳定性与适用性等对供应商进行评审，因此2024年公司供应商排名较上年略有变动，采购结算方式及账期较上期保持稳定。

2024年公司主要产品产能均有所增长，新增TPU车衣膜产品线、PVC改色膜涂布线、汽车线束胶带基材设备及配套设备，使得车规级胶膜材料产能有较大提升；同时格拉辛纸造纸机顺利开机投产，配套热敏纸涂布线，使得特种纸及可降解自粘标签材料产能增加；此外，橡胶涂布设备、新增膜基胶带涂布配套设备及技术升级使得工业级、民用消费级胶粘新材料产品产能增加。除车规级胶膜材料由于产能提升幅度较大，产能利用率偏低外，2024年公司各类胶粘材料产能利用水平较好。

表7 公司主要产品产能利用情况（单位：万平方米）

年份	产品	产能	产量	产能利用率
2024年	车规级胶膜新材料	17,451.00	13,317.55	76.31%
	工业级胶粘新材料	84,422.00	72,581.83	85.98%
	可降解新材料	127,787.50	111,322.57	87.12%
	民用消费级胶粘新材料（万平方米）	560,510.50	462,110.40	82.44%
	民用消费级胶粘新材料（万千克）	23,724.00	20,870.12	87.97%
2023年	车规级胶膜新材料	9,614.00	7,841.58	81.56%
	工业级胶粘新材料	75,669.50	54,385.04	71.87%
	可降解新材料	118,362.00	93,083.04	78.64%
	民用消费级胶粘新材料（万平方米）	509,409.50	417,638.50	81.98%
	民用消费级胶粘新材料（万千克）	23,125.86	19,567.53	84.61%

注：公司原披露口径不包含其他胶带类产品，新披露口径将铝箔胶带、双面胶胶带、地毯胶带等小品种胶粘带纳入产品产量统计

资料来源：公司提供

截至2024年末，公司主要在建项目中，连冠项目为本期债券募投项目，项目已于2025年3月末达到预定可使用状态，建成投产后公司将新增消费电子胶粘材料、功能性保护膜等功能性胶膜产品产能；振冠项目²主要生产特种纸及可降解自粘标签材料，建设周期3年，已于2024年上半年完成部分一期项目建设并达到预定可使用状态，项目计划于2027年1月全部达到预定可使用状态。针对全球贸易政策的不确定性，公司已于越南海防建成海外生产基地，2024年末项目以自有资金累计投资0.79亿元，2024年产值占比约5%，并计划建设马来西亚生产基地以分摊外销风险。公司主要在建项目预计将于未来1-3年内陆续完工，届时产品产能将持续增长，产品线将进一步丰富，为营业收入增长提供一定保障。公司在建项目较大比重资金来源为自筹，未来资本性开支仍将为公司带来一定资金压力，同时需关注项目投产后的产能消化

² 根据公司披露的《上海永冠众诚新材料科技（集团）股份有限公司关于对外投资项目金额变更的进展公告》（公告编号：2024-014），鉴于公司实际发展需要，将上述项目进行了部分调整，原“环保可降解新材料生产基地建设项目”项目名称变更为“江西振冠环保可降解新材料产研一体化建设项目”，项目总投资调整为10.40亿元，较原投资金额8.855亿元增加了1.545亿元。

风险。

表8 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目地点	项目类型	总投资	已投资	项目拟使用募集资金额	项目已使用募集资金额
连冠项目	江西抚州	“永 22 转债”募投项目	3.77	3.10	2.20	2.19
振冠项目	江西抚州	“永 22 转债”募投+自筹项目	10.40	5.55	3.68	1.09
马来西亚生产基地	马来西亚	自筹项目	1.20	0.16	--	--
合计	--	--	15.37	8.81	5.88	3.28

注：马来西亚生产基地，上海市发展和改革委员会批复项目总投资 1,680 万美元，以 2025 年 6 月 20 日汇率换算项目总投资为 1.20 亿元；项目已投资金额统计包含土地投入及预付基建设备款。

资料来源：公司提供

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中汇会计师事务所（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2025年1-3月未经审计的财务报表。

2024 年公司主要产品产销量持续扩大，营业收入有所增长，受市场竞争加剧下部分产品销售价格降低、原材料成本小幅增长等因素影响，公司 EBITDA 利润率有所下滑；伴随生产经营规模扩大及在建项目持续投入，资金需求推动公司债务规模增长，且公司短期债务占比较高，现金类资产对短期债务覆盖不足，2024 年公司自由现金流仍为负，未来主要资本性支出仍需依赖筹资活动

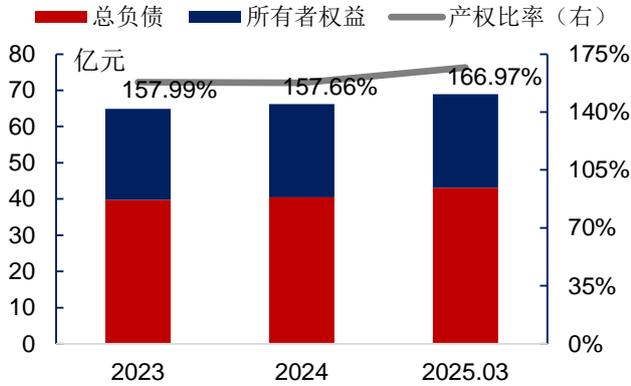
资本实力与资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长趋势，增量资产主要系项目建设投入，以及生产经营扩张导致的存货、应收账款增长，资金来源主要为本期债券募集资金及银行借款等债务融资，因此公司负债水平亦同步增长；跟踪期内盈余积累使得所有者权益规模小幅增长；综合影响下，公司产权比率持续攀升，2025年3月末为166.97%，所有者权益对负债保障程度较低。

公司流动资产与非流动资产整体占比较均衡。2024年末，公司应收账款账龄主要为一年以内，前五大应收对象信誉度较好，且大部分客户与公司保持长期合作关系，整体坏账规模较小；公司存货主要系原材料、半成品、库存商品等，跟踪期内公司主要产品及原材料价格波动幅度相对较小，2024年公司新增计提存货跌价准备0.11亿元；但存货与应收账款规模持续增长，对营运资金仍形成一定占用，同时需关注应收账款回收风险。2024年末，公司货币资金主要为银行存款，其中1.00亿元质押定期存单及保证金使用受限；交易性金融资产主要包括公司利用闲置资金购买的2.44亿元基金理财产品。公司固定资产为厂房建筑物、机器设备等，2024年增量主要系振冠、越南生产基地等项目建成转固部分，2024年末固定资产中账面价值合计1.27亿元厂房建筑物尚未办妥产权证书，账面价值合计2.00亿元固定资产因借款抵押使用

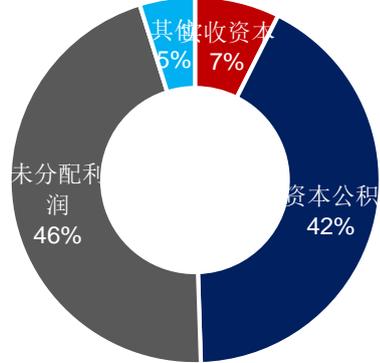
受限。整体来看，公司资产质量尚可。

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



注：上图资本公积已减去库存股。

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	9.11	13.21%	9.05	13.67%	11.54	17.79%
交易性金融资产	2.59	3.76%	2.47	3.74%	4.48	6.90%
应收账款	11.32	16.42%	11.22	16.96%	8.46	13.04%
存货	9.32	13.52%	8.50	12.84%	7.32	11.29%
流动资产合计	36.57	53.05%	34.94	52.81%	35.91	55.37%
固定资产	25.62	37.16%	25.55	38.62%	22.28	34.35%
在建工程	3.32	4.81%	3.16	4.78%	3.65	5.62%
非流动资产合计	32.37	46.95%	31.23	47.19%	28.95	44.63%
资产总计	68.94	100.00%	66.17	100.00%	64.86	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

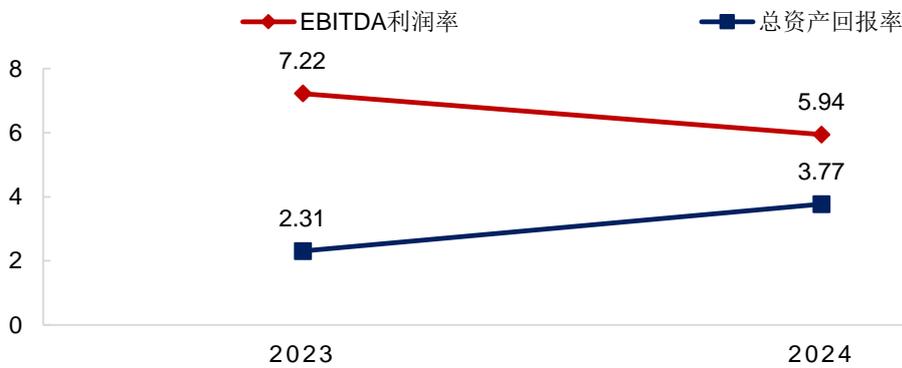
2024年公司传统民用消费级胶粘材料产销量实现小幅增长，同时工业级胶粘新材料、车规级胶膜新材料、可降解新材料产品市场开拓良好，公司主要产品产销量持续增长，受此影响，2024年公司实现营业收入 62.05 亿元，同比增长13.72%。受市场竞争加剧下部分产品销售价格降低等因素影响，公司 EBITDA 利润率下滑至5.94%。2023年公司远期外汇合约等衍生金融工具亏损对当期利润影响较大，2024年公司因外汇变动产生汇兑收益0.50亿元，同时衍生金融工具亏损额较小，综合影响下，2024年实现净利润 1.63 亿元，同比上升 98.18%，因此2024年公司总资产回报率有所回升。

2025年1-3月，胶粘材料市场竞争加剧，公司新事业部处在孵化、研发、开拓期持续投入，加之春节

假期开工率不足使得折旧压力无法有效摊销，公司当期实现营业收入15.27亿元，但销售毛利率小幅下滑至7.10%。相比民用消费级产品，公司工业级胶粘新材料、车规级胶膜新材料、可降解新材料产品附加值更高，上述产品2024年销量同比实现较快增长，连冠项目以及车规级后市场产品生产尚处于前期磨合阶段，当前产销量仍较低，而折旧摊销规模较大，导致相关产品毛利率水平受影响；未来伴随可降解新材料、车规级胶膜新材料等产销规模扩大，公司整体产品毛利率有望回升。

考虑到公司外销出口占比较大，汇率波动对公司产品销售规模、经营效益存在一定影响，未来需持续关注汇率波动及衍生金融工具操作风险；此外，仍需关注原材料价格变动对公司盈利的影响。

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

跟踪期内，公司总债务规模有所增长，主要系资本性开支使得公司项目贷款规模扩大，同时生产、经营扩张亦使得公司短期借款规模有所增加。2025年3月末公司总债务为36.03亿元，其中短期债务占比仍高达56.64%，债务结构有待改善。公司融资渠道仍以银行借款、债券融资为主；截至2024年末公司银行借款主要为信用借款、保证借款等，应付票据全部为银行承兑汇票。

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	13.99	32.44%	10.93	27.00%	11.20	28.20%
应付票据	1.69	3.92%	1.81	4.47%	2.15	5.41%
应付账款	5.21	12.09%	5.44	13.43%	5.26	13.24%
一年内到期的非流动负债	4.73	10.97%	4.76	11.76%	6.17	15.52%
流动负债合计	26.68	61.87%	24.10	59.52%	26.02	65.50%
长期借款	7.50	17.40%	7.59	18.74%	4.99	12.56%
应付债券	7.98	18.52%	7.89	19.50%	7.59	19.11%
非流动负债合计	16.44	38.13%	16.39	40.48%	13.71	34.50%

负债合计	43.12	100.00%	40.49	100.00%	39.72	100.00%
总债务	36.03	83.57%	33.09	81.71%	32.52	81.86%
其中：短期债务	20.41	56.64%	17.51	52.91%	19.64	60.39%
长期债务	15.63	43.36%	15.58	47.09%	12.88	39.61%

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

偿债指标方面，伴随债务增长，跟踪期内公司资产负债率与总债务/总资本小幅增加，整体仍维持较高杠杆水平。2024年公司EBITDA规模有所下滑，但债务及利息支出规模仍较高，使得2024年公司EBITDA利息保障倍数有所下滑。

2024年公司销售回款率有所下滑，公司经营活动净现金流净额较上年有所下滑，且相较当期资本支出规模仍存在一定缺口，当期公司自由现金流（FCF）仍为负，近年公司持续进行较大规模的资本性支出，伴随公司业务发展，未来公司主要资本性支出仍需依赖筹资活动。

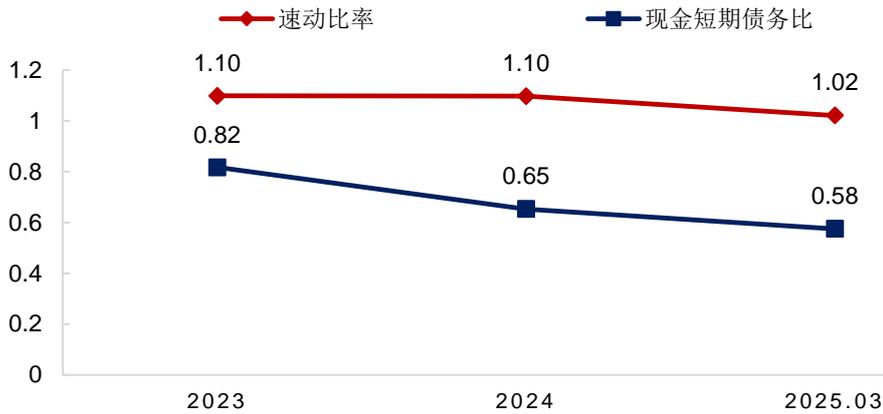
流动性指标方面，2024年经营活动现金流的削弱，使得当期末公司现金短期债务比指标有所下滑，公司短期流动性有所弱化。公司流动性需求主要来自债务还本付息及项目开支，2025年3月末公司现金类资产覆盖其短期债务存在一定缺口，尚未使用银行授信额度约为14.52亿元，仍具有较好的备用流动性。

表11 公司偿债能力指标情况

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.63	2.34	3.55
FFO（亿元）	--	2.05	2.11
资产负债率	62.54%	61.19%	61.24%
净债务/EBITDA	--	6.35	4.57
EBITDA 利息保障倍数	--	3.40	3.75
总债务/总资本	58.25%	56.30%	56.39%
FFO/净债务	--	8.75%	11.71%
经营活动现金流净额/净债务	-2.56%	9.98%	19.73%
自由现金流/净债务	-12.61%	-16.82%	-11.04%

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 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，公司本部（查询日为2025年6月20日）及子公司江西永冠（查询日为2025年5月23日）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，无逾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。

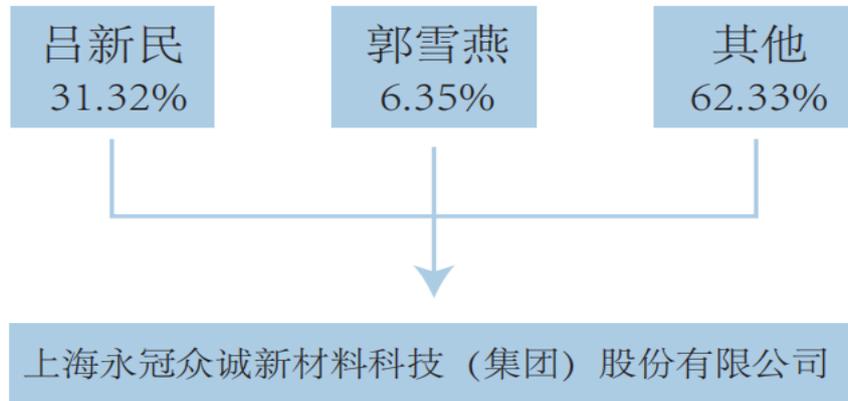
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	9.11	9.05	11.54	18.72
应收账款	11.32	11.22	8.46	6.87
存货	9.32	8.50	7.32	6.51
流动资产合计	36.57	34.94	35.91	39.13
固定资产	25.62	25.55	22.28	20.55
非流动资产合计	32.37	31.23	28.95	25.44
资产总计	68.94	66.17	64.86	64.57
短期借款	13.99	10.93	11.20	12.31
应付账款	5.21	5.44	5.26	4.90
一年内到期的非流动负债	4.73	4.76	6.17	1.46
流动负债合计	26.68	24.10	26.02	21.63
长期借款	7.50	7.59	4.99	9.37
应付债券	7.98	7.89	7.59	7.29
非流动负债合计	16.44	16.39	13.71	18.09
负债合计	43.12	40.49	39.72	39.72
总债务	36.03	33.09	32.52	33.08
其中：短期债务	20.41	17.51	19.64	15.76
长期债务	15.63	15.58	12.88	17.32
所有者权益	25.82	25.68	25.14	24.85
营业收入	15.27	62.05	54.57	50.27
营业利润	0.10	1.72	0.63	2.65
净利润	0.13	1.63	0.82	2.27
经营活动产生的现金流量净额	-0.63	2.34	3.55	5.01
投资活动产生的现金流量净额	-2.81	-3.57	-6.88	-9.17
筹资活动产生的现金流量净额	2.91	-2.11	-3.90	12.25
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.69	3.94	3.87
FFO（亿元）	--	2.05	2.11	2.19
净债务（亿元）	24.73	23.41	18.01	12.01
销售毛利率	7.10%	7.94%	8.72%	10.18%
EBITDA 利润率	--	5.94%	7.22%	7.69%
总资产回报率	--	3.77%	2.31%	5.82%
资产负债率	62.54%	61.19%	61.24%	61.51%
净债务/EBITDA	--	6.35	4.57	3.11
EBITDA 利息保障倍数	--	3.40	3.75	4.52
总债务/总资本	58.25%	56.30%	56.39%	57.10%

FFO/净债务	--	8.75%	11.71%	18.26%
经营活动现金流净额/净债务	-2.56%	9.98%	19.73%	41.73%
速动比率	1.02	1.10	1.10	1.51
现金短期债务比	0.58	0.65	0.82	1.43

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：公司提供

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	主营业务性质
上海重发胶粘制品有限公司	100.00	100.00%	制造业
江西永冠科技发展有限公司	21,257.02	100.00%	制造业
江西八福科技发展有限公司	500.00	100.00%	制造业
永冠新材料科技(山东)有限公司	13,000.00	100.00%	制造业
江西永冠胶粘制品有限公司	10,000.00	100.00%	制造业
越南 Adhes 包装技术有限公司	1,300.00（美元）	100.00%	制造业
江西振冠环保可降解新材料有限公司	5,000.00	100.00%	制造业
江西连冠新材料科技有限公司	10,000.00	100.00%	制造业
YG Technology Inc	100.00（美元）	100.00%	贸易
马来西亚 Adhes 包装有限公司	3,570.59	100.00%	制造业

资料来源：公司 2024 年年报

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