

重庆正川医药包装材料股份有限公司

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〕4103号

联合资信评估股份有限公司通过对重庆正川医药包装材料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，确定维持重庆正川医药包装材料股份有限公司主体长期信用等级为 A^+ ，维持“正川转债”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重庆正川医药包装材料股份有限公司（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。

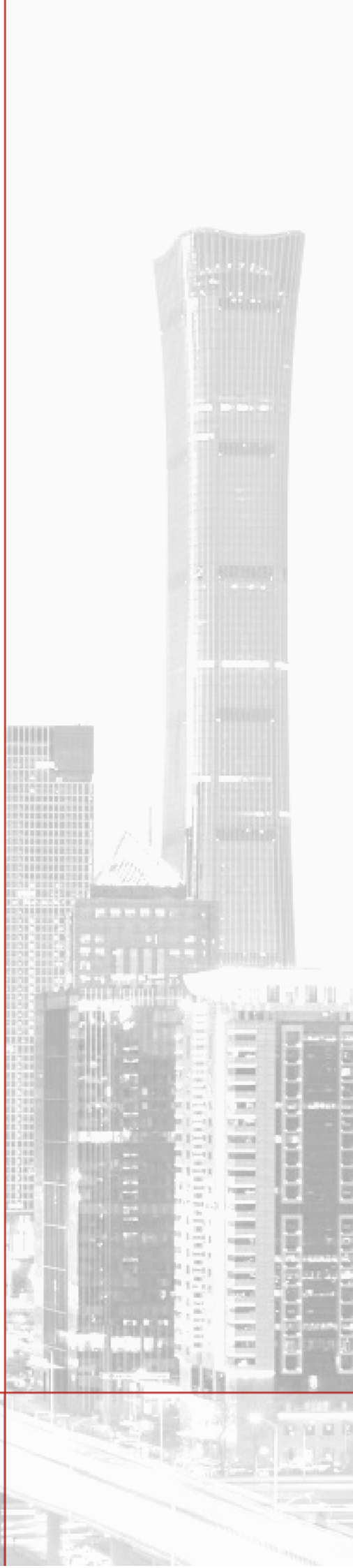
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



重庆正川医药包装材料股份有限公司

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
重庆正川医药包装材料股份有限公司	A+/稳定	A+/稳定	2025/06/09
正川转债	A+/稳定	A+/稳定	

评级观点

跟踪期内，重庆正川医药包装材料股份有限公司（以下简称“公司”）作为药用玻璃管制瓶制造企业，在产能规模及客户资源等方面保持了一定竞争力。经营方面，2024 年，公司高管人员、治理结构及管理制度变化不大；受医药集采政策深化、医保支付改革及医药市场竞争加剧等多重因素影响，下游客户市场需求波动，公司产品销量及营业总收入同比下降，但受益于产品结构调整，公司综合毛利率及经营性利润稳步提升。2025 年一季度，下游需求下降延续，加之当期税收优惠同比下降，公司营业总收入及利润总额同比下降幅度大，需关注后续业绩改善情况。财务方面，截至 2024 年末，公司资产规模保持稳定，资产质量尚可；权益规模变化不大，有息债务小幅下降，债务负担仍处较轻水平；经营活动现金维持净流入，偿债能力指标表现良好。

公司发行的可转换公司债券“正川转债”由公司控股股东重庆正川投资管理有限公司提供连带责任保证担保，其担保对本次可转换公司债券的还本付息具有一定积极影响。“正川转债”设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司对“正川转债”的保障能力或将提升。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，随着公司工艺技术和研发水平的进一步提升，新产品、新市场不断拓展，公司综合实力有望进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资产质量显著提升，资本实力显著增强；公司技术取得重大突破，使得产品盈利能力和市场竞争力大幅提升；其他带动业绩大幅增长的有利因素。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司产品出现重大质量问题对经营产生重大不利影响，使得公司营业总收入及利润总额大幅下降，偿债能力显著恶化；实际控制人或重要股东、高级管理人员发生严重信用风险事件，且对公司的经营和融资构成重大不利影响；财务杠杆大幅攀升，资本实力大幅削弱；其他对公司经营及财务造成严重不利影响的因素。

优势

- **公司在细分行业保持一定的规模优势和客户优势。**2024 年，公司药用玻璃管制瓶年产能为 102.50 亿只，药用瓶盖年产能为 34.00 亿只。截至 2024 年末，公司国内客户数量近千家，包括中国医药集团有限公司、广州医药集团有限公司、华润医药集团有限公司、上海复星医药（集团）股份有限公司等大型药品制造企业。
- **公司具备玻璃管制瓶一体化生产能力，产品布局多元化。**公司具有“自主中硼拉管-中硼制瓶”一体化生产能力，具备中硼玻管、中硼注射剂瓶、中硼安瓿瓶的规模化量产能力。同时，在新产品方面，公司布局了预灌封注射器、卡式瓶等新品市场，完成了基础设施建设、设备投用和新产品备案。截至 2024 年末，公司拥有专利技术 48 项，其中发明专利 8 项。

关注

- **受下游需求波动影响，公司经营业绩有所下滑。**公司客户以药品制造企业为主，制药行业的景气程度尤其是医药下游患者的需求变化对公司的经营业绩影响大。2024 年，受医药集采政策深化、医保支付改革及医药市场竞争加剧等多重因素影响，下游客户市场需求波动，公司产品销量减少，公司营业总收入 8.01 亿元，同比下降 11.05%；2025 年 1—3 月，下游低需求延续，公司营业总收入同比下降 34.24%，利润总额同比下降 49.45%。
- **原材料和燃料动力成本对公司盈利水平影响大。**公司产品成本中原材料成本和动力燃料成本占比较高，其价格波动会对公司盈利水平影响大。

本次评级使用的评级方法、模型

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	2
			经营分析	3
			财务风险	F1
盈利能力	3			
现金流量	1			
资本结构		3		
偿债能力		1		
指示评级				
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：个体指示评级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

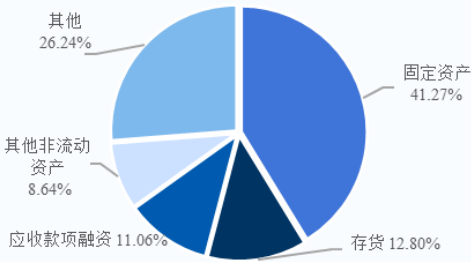
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	6.83	4.66	4.58
资产总额（亿元）	20.43	19.57	19.64
所有者权益（亿元）	12.16	12.23	12.34
短期债务（亿元）	1.96	1.33	1.12
长期债务（亿元）	4.16	4.32	4.37
全部债务（亿元）	6.13	5.66	5.49
营业总收入（亿元）	9.01	8.01	1.62
利润总额（亿元）	0.45	0.60	0.12
EBITDA（亿元）	1.73	1.97	--
经营性净现金流（亿元）	1.94	1.12	0.19
营业利润率（%）	14.79	19.45	20.09
净资产收益率（%）	3.31	4.35	--
资产负债率（%）	40.50	37.48	37.14
全部债务资本化比率（%）	33.52	31.61	30.79
流动比率（%）	277.03	324.30	342.19
经营现金流动负债比（%）	51.18	41.54	--
现金短期债务比（倍）	3.48	3.49	4.09
EBITDA 利息倍数（倍）	8.16	9.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.53	2.87	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	16.91	16.18	--
所有者权益（亿元）	10.18	9.85	--
全部债务（亿元）	5.83	5.66	--
营业总收入（亿元）	6.13	4.82	--
利润总额（亿元）	0.12	0.14	--
资产负债率（%）	39.81	39.09	--
全部债务资本化比率（%）	36.40	36.47	--
流动比率（%）	327.12	306.71	--
经营现金流动负债比（%）	48.89	15.67	--

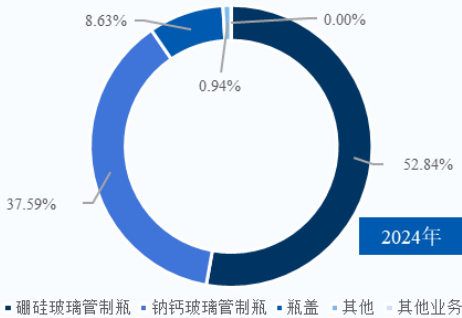
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部未披露 2025 年一季度报表

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

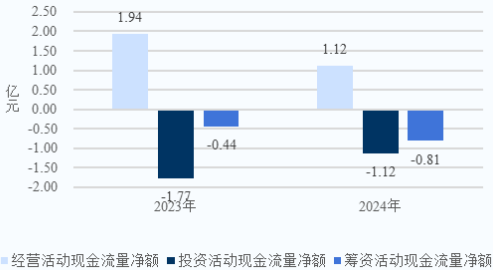
2024 年末公司资产构成



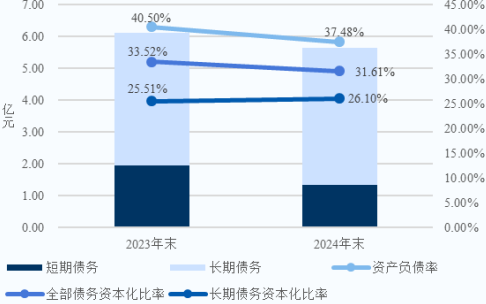
2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年末公司债务情况



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
正川转债	4.05 亿元	4.05 亿元	2027/04/28	--

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；上表债券余额为截至 2025 年 3 月末的债券余额

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
正川转债	A+/稳定	A+/稳定	2024/06/21	蒲雅修 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
正川转债	A+/稳定	A+/稳定	2020/09/16	蒲雅修 崔濛骁	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	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：李敬云 lijingyun@lhratings.com

项目组成员：刘雨晨 liuyuchen@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”）关于重庆正川医药包装材料股份有限公司（以下简称“公司”或“正川股份”）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

正川股份前身系成立于 1989 年的滩口玻璃厂，1997 年重庆市北碚区乡镇企业管理局出具《关于同意成立重庆市正川玻璃有限公司的批复》（碚乡镇企〔1997〕137 号文），同意在原滩口玻璃厂的基础上成立重庆市正川玻璃有限公司，注册资本 1000 万元。2017 年 7 月，经证监许可〔2017〕1359 号核准，公司首次公开发行股票，新股发行数量为 2700 万股，公司注册资本增至 10800 万元，股票简称“正川股份”，股票代码“603976.SH”。后经资本公积转增股本事项，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本 15120.20 万元¹，总股本 15120.21 万股，重庆正川投资管理有限公司（以下简称“正川投资”）为公司控股股东，持有公司 39.07% 的股份，邓勇先生持有正川投资 64.91% 的股份，并直接持有公司 19.38% 的股份，邓勇和配偶姜惠、儿子邓秋晗同为公司实际控制人。截至 2025 年 3 月末，公司控股股东和实际控制人所持公司股份无质押情况。

公司主营药用玻璃管制瓶等药用包装材料的研发、生产和销售，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至 2024 年末，公司合并范围内子公司共 1 家，较上年末无变化；公司组织结构较上年未发生重大变化。

截至 2024 年末，公司合并资产总额 19.57 亿元，所有者权益 12.23 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2024 年，公司实现营业总收入 8.01 亿元，利润总额 0.60 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额 19.64 亿元，所有者权益 12.34 亿元（全部为归属于母公司所有者权益）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1.62 亿元，利润总额 0.12 亿元。

公司注册地址：重庆市北碚区龙凤桥街道正川玻璃工业园；法定代表人：邓勇。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金按指定用途使用，并在付息日正常付息。截至 2024 年末，共有 9.80 万元“正川转债”转换为公司股票。“正川转债”初始转股价格为 46.69 元/股，2025 年 5 月 21 日起，转股价格调整为 45.77 元/股。

“正川转债”由公司控股股东正川投资提供连带责任保证担保，担保范围为该债券 100% 本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。同时，公司股东大会授权董事会在正川投资为“正川转债”提供保证的基础上择机增加适当增信方式用以保障该债券的本息按照约定如期足额兑付。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
正川转债	4.05	4.05	2021/04/28	6 年

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图表 2 • 截至 2024 年末“正川转债”募集资金投资项目使用情况（单位：万元）

项目名称	募集资金计划投资总额	2024 年投入金额	截至 2024 年末累计投入募集资金总额	截至 2024 年末累计投入进度	项目达到预定可使用状态日期	节余金额
中硼硅药用玻璃生产项目	36,802.88	3,916.56	37,791.93	102.69%	2024/06/30	0
中硼硅药用玻璃与药物相容性研究项目	3,000.00	282.50	1,361.85	45.40%	2027/06/30	1,806.94

注：中硼硅药用玻璃生产项目累计投入金额大于计划投资总额，系利用暂时闲置资金进行现金管理产生的利息投入项目所致

资料来源：联合资信根据公司年报整理

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

¹ 2025 年 6 月 3 日，公司根据 2023 年 10 月 1 日至 2025 年 3 月 31 日“正川转债”转股新增股本 42 股，将注册资本更新为 151,202,081 元。

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、行业分析

1 药用玻璃行业概况

药用玻璃是医药包装材料的重要组成部分，随着中国居民生活水平和健康观念的提高以及政府对医疗卫生事业投入的加大，医药包装材料行业保持较大市场规模，但随着药品集采控费等政策的实施使得药品价格下降，医药制造企业对高端包材的采购意愿有所下降，叠加市场低价竞争，药用玻璃管制瓶行业盈利空间被挤压。

医药包装材料是指直接与药品接触的内包装材料，其质量的好坏将影响到药品的安全性和药性的稳定性。对于药用玻璃，其质量的主要衡量标准之一为耐水性：耐水性能越高，与药物发生反应的风险越小，玻璃质量越高。按耐水性由低到高，药用玻璃可分为：钠钙玻璃、低硼硅玻璃与中硼硅玻璃。药典中，玻璃被划分I类、II类、III类，I类高品质硼硅玻璃适用于注射剂类药物包装，II类经过中性化处理的钠钙玻璃适用于大多数的酸性、中性的注射类和非注射类的液体制剂，III类钠钙玻璃用于口服液和固体药物的包装，不适用于注射剂类药物。

目前国内药用玻璃仍以低硼硅玻璃和钠钙玻璃为主，国内药用玻璃中中硼硅使用量占比很低。而由于美国、欧洲、日本与俄罗斯均强制要求所有注射用制剂和生物制剂使用中性硼硅玻璃包装，国外医药行业已普遍使用中硼硅玻璃。国内中硼硅药用玻璃仍有很大市场增长空间。

但另一方面，带量采购、医保目录谈判等政策的实施使得药品价格呈下降趋势。随着仿制药一致性评价政策的不断推进，国家医保局已经开展10批药品集中带量采购，2024年完成的第十批集采降价幅度超过前九批，亦引起较大社会反响；医保目录谈判方面，我国已进行多次创新药相关的医保药品谈判，相关产品价格降幅较为显著。受此影响，药企普遍实施降本增效战略，并将成本压力传导至上游的药品包装材料行业，导致对高端包装材料的采购意愿有所下降。此外，据不完全统计，截至2025年3月末，全国获得与制剂共同审评审批结果A类资质的管制注射剂瓶生产企业超50家，较为激烈的市场竞争格局下，低价竞争使得产品利润有所下降。

未来，随着中国人口老龄化的加速以及居民健康意识的提高，预计国内医药需求保持增长。若药品集采非理性价格竞争得到缓解，药品包装材料行业需求有望相应改善。

国家发改委在2023年12月发布的《产业结构调整指导目录（2024年本）》中，明确将生物医药配套产业（特殊功能性材料等新型药用包装材料与技术，即混即用、智能包装等新型包装系统及给药装置的开发和生产）列为鼓励类。国家产业政策的出台，给药用玻璃行业提出了发展建议，指明了发展方向，有助于促进行业的创新和进步。

作为药品及保健品的主要消费群体之一，老年人口的增加势必会刺激行业的快速增长，也给医药包装材料带来了巨大的市场空间。另一方面，随着经济的持续发展，中国居民健康意识也在不断提高，卫生消费相关支出逐步上升，且医保基金支付能力可持续性较强，也给医药及医药包装材料行业带来了正向推动。“控费”仍将是未来医药行业政策的主线，但集采有望避免非理性价格竞争。前期药品集采的大幅降价引起了较大社会反响，未来在上市药品监管上，政策将更为严格，集采及新药医药谈判方面有望缓和。2025年政府工作报告提出“优化药品集采政策”，未来仿制药集采在质量评估上可能加强，非理性价格竞争情况有望缓解，上游药品包装环节的价格压力或将相应缓解。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司在国内药用玻璃管制瓶细分行业中具备一定的生产规模、客户资源和技术优势，市场竞争力较强。公司履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人无变化。

企业规模和竞争力方面，公司拥有生产基地四个，生产线包括制管、制瓶、瓶盖的一体化生产。公司产品系列种类齐全，包括各类材质和规格的药用玻璃管制注射剂瓶、安瓿瓶、管制口服液体瓶、螺口瓶及各类配套瓶盖等产品。产能方面，截至 2024 年末，公司药用玻璃管制瓶年产能为 102.50 亿只、药用瓶盖年产能为 34.00 亿只。截至 2024 年末，公司客户近千家，其中包括中国医药集团有限公司、广州医药集团有限公司、华润医药集团有限公司、上海复星医药（集团）股份有限公司等大型药品制造企业。

技术水平方面，公司持续加强对药用玻璃管制瓶和药用瓶盖的研发投入，建立了较为完善的技术创新体系。公司具有“自主中硼拉管-中硼制瓶”一体化生产能力，具备中硼玻管、中硼注射剂瓶、中硼安瓿瓶的规模化量产能力；同时在预灌封注射器方面，公司布局了预灌封注射器、卡式瓶等新品市场，完成了基建、设备投用和新产品备案，还成功与知名药企达成合作。同时，公司免洗免灭注射剂瓶项目启动，为公司拓展了新的业务领域，有望为公司在高端包材市场带来新的增长点。截至 2024 年末，公司拥有专利技术 48 项（2024 年新增 1 项），其中发明专利 8 项。2024 年，公司研发投入 0.20 亿元，同比增长 13.52%，占营业总收入的比重为 2.53%。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用报告（统一社会信用代码：91500109203249834P），截至 2025 年 5 月 19 日，公司无未结清的不良和关注类信贷信息。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，履约情况良好。截至 2025 年 6 月 7 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利记录。

（二）管理水平

2024 年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变动，主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2024 年，受下游客户市场需求波动影响，公司营业总收入同比下降；受益于附加值较高的产品占比提升以及主要原材料采购价格下降，公司综合毛利率同比提升。2025 年 1—3 月，下游市场需求波动延续，公司营业总收入和利润总额同比下降，综合毛利率保持稳定。

公司主营业务为药用玻璃管制瓶等药用包装材料的研发、生产和销售，主要产品包括不同类型和规格的硼硅玻璃管制瓶、钠钙玻璃管制瓶，以及各类铝盖、铝塑组合盖等药用瓶盖。2024 年，受医药集采政策深化、医保支付改革及医药市场竞争加剧等多重因素影响，下游客户市场需求波动，公司产品销量减少，营业总收入同比下降。但受益于公司调整产品结构，推动中硼硅玻璃管制瓶等附加值较高的产品占比提升，以及主要原材料采购价格下降导致营业成本降幅大于营业收入降幅，核心产品毛利率及综合毛利率同比均有所提高。

2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 34.24%至 1.62 亿元，利润总额同比下降 49.45%至 0.12 亿元，主要系下游市场需求波动延续所致；综合毛利率达到 21.61%，同比保持稳定。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2024年			2025年1—3月			2024年收入增速及毛利率变动	
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入增速	毛利率变动
硼硅玻璃管制瓶	4.27	47.40%	14.44%	4.23	52.84%	22.78%	0.67	41.72%	23.32%	-0.83%	8.34 个百分点
钠钙玻璃管制瓶	3.59	39.88%	15.47%	3.01	37.59%	17.50%	0.77	47.57%	22.32%	-16.17%	2.04 个百分点

瓶盖	1.08	11.94%	19.62%	0.69	8.63%	18.55%	0.16	9.71%	5.99%	-35.69%	-1.07 个百分点
其他	0.07	0.78%	77.91%	0.08	0.94%	48.89%	0.02	1.00%	68.58%	6.96%	-29.02 个百分点
合计	9.01	100.00%	15.96%	8.01	100.00 %	20.68%	1.62	100.00%	21.61%	-11.05%	4.71 个百分点

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（2）原材料采购

2024 年，随着公司产品产量的下降，大部分主要原材料及燃料动力材料采购量同比下降，采购均价亦有所下降，采购集中度一般。考虑到原材料及燃料动力在营业成本中的比重仍较高，原材料价格波动对公司成本影响大。

2024 年，公司采购的原材料主要包括硼砂、纯碱、钾长石、石英砂、铝带、丁基胶塞及硅胶胶塞等，主要燃料动力包括管道天然气、电力以及液氧等。2024 年，公司采购模式、采购结算方式以及结算账期均未发生重大变化，仍主要为承兑汇票和电汇方式结算；结算周期根据物料不同、供应商不同在双方协商的前提下有一定差异，主要国产原辅料的结算周期一般在 30~60 天，进口原料、设备的主要结算方式为预付款再发货、货到付款的方式。

从采购量来看，2024 年，随着公司玻璃管制瓶及瓶盖产量的下降，除纯碱小幅上升、钾长石保持稳定、普通铝带大幅上升外，主要原材料采购量同比下降，燃料动力采购量（其中天然气采购量合并计算）均同比下降。原材料方面，普通铝带采购量同比大幅上升，主要系 2024 年客户订购普通铝带生产的瓶盖增加所致。燃料动力方面，2024 年，因罐装天然气属充分竞争市场，价格随行就市而总体需求量不旺盛，供应单位为达成合作价格优惠力度相对较大，公司外购罐装天然气增加，罐装天然气占公司天然气采购总量同比提升 31.21 个百分点，采购金额占天然气总采购金额同比提升 25.47 个百分点，相应管道天然气采购量同比大幅下降；因产量下降，公司原有 2 座电炉改造为气炉，另有 2 座电炉到期停炉暂未生产，用电需求大幅减少，因此购电量大幅下降。

从采购均价来看，由于 2024 年大宗原材料市场价格普遍下行，除普通铝带和涂膜铝带外，公司其他主要原材料的采购均价均同比下降；燃料动力方面，除管道天然气采购价格同比上升，罐装天然气、电力和液氧（外购）采购价格同比下降。2024 年，原材料成本同比下降 14.81%，占产品成本的比重为 30.88%，同比变化不大；燃料动力成本同比下降 25.17%，占产品成本的比重为 24.27%，同比下降 2.85 个百分点。

从采购集中度来看，2024 年，公司向前五大供应商采购额合计在总采购额中占比为 45.73%，同比下降 10.03 个百分点，考虑到其中两大供应商为燃料动力供应商（合计采购占比为 31.46%，同比下降 9.09 个百分点），公司采购集中度一般。

图表 4 • 公司主要原材料采购情况

名称	项目	2023 年	2024 年	2024 年变动情况
五水硼砂	采购量（吨）	6,926.40	6,327.60	-8.65%
	采购金额（万元）	3,847.02	3,395.74	-11.73%
	采购均价（元/千克）	5.55	5.37	-3.24%
纯碱	采购量（吨）	10,947.00	11,539.45	5.41%
	采购金额（万元）	2,657.73	2,046.74	-22.99%
	采购均价（元/千克）	2.43	1.77	-27.16%
钾长石	采购量（吨）	19,664.71	19,754.99	0.46%
	采购金额（万元）	829.16	812.58	-2.00%
	采购均价（元/千克）	0.42	0.41	-2.38%
铝带（普通）	采购量（吨）	10.96	50.02	356.39%
	采购金额（万元）	22.82	108.54	375.64%
	平均单价（元/千克）	20.82	21.7	4.23%
铝带（涂膜）	采购量（吨）	944.24	656.86	-30.44%
	采购金额（万元）	2,186.21	1,598.29	-26.89%
	平均单价（元/千克）	23.15	24.33	5.10%
丁基胶塞及硅胶胶塞	采购量（亿只）	26.34	15.36	-41.69%
	采购金额（万元）	3,555.61	2,068.13	-41.83%
	采购均价（元/万支）	134.99	134.61	-0.28%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 5 • 公司燃料动力采购情况

名称	项目	2023年	2024年	2024年变动情况
管道天然气	采购量（万立方米）	3,519.68	2,141.73	-39.15%
	采购金额（万元）	9,867.07	7,125.67	-27.78%
	平均单价（元/立方米）	2.80	3.33	18.93%
罐装天然气	采购量（万立方米）	24.13	1,002.85	4,056.03%
	采购金额（万元）	64.19	2,519.15	3,824.52%
	平均单价（元/立方米）	2.66	2.51	-5.64%
电力	采购量（万度）	14,720.17	11,714.46	-20.42%
	采购金额（万元）	9,883.11	7,662.63	-22.47%
	平均单价（元/度）	0.67	0.65	-2.99%
液氧（外购）	采购量（万升）	1,041.91	1,005.23	-3.52%
	采购金额（万元）	593.64	517.49	-12.83%
	平均单价（元/升）	0.57	0.51	-10.53%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（3）产品生产

截至 2024 年末，随着公司持续推进技术升级，玻璃管制瓶及瓶盖产能均较上年末有所增长，但受需求下降影响，产量和产能利用率同比下降。

2024 年，公司生产模式未发生重大变化，仍实行“按订单生产+少量备货”的模式。虽然公司一般按照订单来组织生产，但对于一些通用性较高、客户需求量较大且相对稳定的产品，公司会采用适度备货的原则进行生产。

产能方面，公司持续推进设备技术改造和智能化升级，截至 2024 年末玻璃管制瓶及瓶盖产能均较上年末小幅增长。产量方面，2024 年，主要受医药集采政策深化、医保支付改革及医药市场竞争加剧等多重因素影响，下游客户市场需求波动，公司产品订单量减少，产量和产能利用率相应随之下降，部分瓶盖不与玻璃管制瓶配套销售，其产量和产能利用率降幅均大于玻璃管制瓶。

图表 6 • 公司主要产品生产情况

名称	项目	2023年	2024年	2024年变动情况
玻璃管制瓶	产能（万支/年）	1,000,000.00	1,025,000.00	2.50%
	产量（万支）	987,632.99	931,197.46	-5.71%
	产能利用率（%）	98.76	90.85	-8.01%
瓶盖	产能（万只/年）	330,000.00	340,000.00	3.03%
	产量（万只）	290,730.96	185,739.39	-36.11%
	产能利用率（%）	88.10	54.63	-37.99%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（4）产品销售

2024 年，公司主要产品销量同比有所下滑，产销率下降，库存量有所增加，销售集中度尚可；得益于产品结构调整，硼硅玻璃管制瓶销售均价有所上升，一定程度抵消了销量下滑对收入的冲击。

2024 年，公司销售模式、结算方式及结算账期均未发生重大变化，公司销售业务采用“直销为主，经销为辅”的模式，经销模式规模很小，仅在国内开展。国内客户方面，根据合同约定，客户在收到货物后一般还需对货物进行验收，大部分客户明确约定验收期限，客户需收到货物后一定期限内（0~30 天）开始验收，客户在验收后一定期限内（一般为 7~30 天）若未提出异议，则视同验收合格；少数客户未约定具体的验收期限。客户一般在验收通过后的一定期限内（1~15 天）内通知公司开具相应的发票，收到发票后 30~90 天支付货款（平均账期略有延长）；客户一般采用电汇（TT）或者承兑票据的方式结算。国外客户方面，一般以电汇（TT）方式进行结算。公司与客户签订合同或订单并收到保证金（一般为订单额的 30%）后开始生产，生产完成并收到客户尾款后安排发货，客户在使用过程中进行验收，不单独验收。

2024 年，在医药集采政策深化、医保支付改革及医药市场竞争加剧等多重因素影响下，公司硼硅玻璃管制瓶、钠钙玻璃管制瓶和瓶盖的销量均同比大幅下降，产销率下降，库存有所增加。2024 年，公司钠钙玻璃管制瓶的销售均价同比变化不大，硼硅玻璃管制瓶的销售均价同比提升 17.86%，主要系售价较高的中硼硅玻璃管制瓶销售比重增加所致。瓶盖主要配套钠钙玻璃管制瓶销售，因市场原因，2023 年下半年钠钙玻璃管制瓶销量大幅增长，故在 2023 年末及 2024 年初签订 2024 年度的销售合同时瓶盖售价有所上调，因此 2024 年瓶盖的销售均价有所提升。

分地区看，2024 年，公司加大了国外市场开发力度，国外营业收入 472.24 万元，同比增长 503.78%，但规模仍较小；国内营业收入 7.93 亿元，同比下降 11.50%。按销售模式看，2024 年，公司经销客户收入 4.32 万元，同比下降 80.20%，本期经销产品主要为成本较高的新产品，毛利率-341.39%，同比下降 367.82 个百分点；直销收入占主营业务收入的比例为 99.99%，同比保持稳定。

销售集中度方面，2024 年，公司前五大客户销售金额在销售总金额中的占比为 22.93%，同比下降 5.46 个百分点，销售集中度尚可。

图表 7 • 公司主要产品销售情况

名称	项目	2023 年	2024 年	2024 年变动情况
硼硅玻璃管制瓶	销售均价（元/万支）	1,231.02	1,450.94	17.86%
	销量（万支）	346,762.70	291,746.60	-15.87%
	产销率（%）	101.59	97.12	-4.40%
钠钙玻璃管制瓶	销售均价（元/万支）	580.38	578.93	-0.25%
	销量（万支）	618,919.43	520,161.90	-15.96%
	产销率（%）	95.76	82.46	-13.89%
瓶盖	销售均价（元/万只）	353.87	383.58	8.40%
	销量（万只）	303,914.96	180,308.63	-40.67%
	产销率（%）	104.53	97.08	-7.13%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 经营效率

2024 年，公司经营效率有所下降。

2024 年，主要受市场需求阶段性下降影响，公司产品销量及营业收入有所下降，销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均有不同程度的下降，其中存货周转次数大幅下降至 2.84 次，主要系产销率下降导致库存增加。

图表 8 • 公司经营效率指标情况

指标	2023 年	2024 年
销售债权周转次数（次）	2.39	2.10
存货周转次数（次）	3.72	2.84
总资产周转次数（次）	0.44	0.40

资料来源：联合资信根据公司年报整理

3 未来发展

公司在建项目主要为“正川转债”募投项目，未来资本支出压力不大，需关注部分项目投运后效益释放情况。

截至 2025 年 3 月末，公司在建项目计划总投资 6.57 亿元，已投入 6.12 亿元，未来尚需投入 0.37 亿元。公司在建项目除窑炉工程外，均为可转债募投项目，未来资本支出需求不大。

其中，中硼硅药用玻璃生产项目已于 2024 年 6 月 30 日前达到预定可使用状态并结项。投产后，2024 年度产能利用率为 88.73%，产值 3.62 亿元，实现利润 0.52 亿元，未达到预计效益，主要系受医药集采政策深化、医保支付改革及医药市场竞争加剧等多重因素影响，药企普遍实施降本增效战略，导致对高端包装材料的采购意愿有所下降。2024 年，安瓿瓶产品线受市场需求变化影响销量未达预期；注射剂瓶市场因行业竞争加剧，终端价格持续承压，销售单价低于预期。此外，天然气成本以及关键原材料五水硼砂采购价格均较预期同比大幅增加，导致生产成本高于预期，削弱了项目盈利能力。

图表 9 • 公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目/设备名称	总投资	资金来源	截至2025年3月末 已完成投资	2025年4—12月 计划投资	2026年计 划投资	（预计）投产时间
中硼硅药用玻璃生产项目	5.84	募集资金、自筹资金	5.75	0.09	/	2024/06/30
中硼硅药用玻璃与药物相容性研究项目	0.30	募集资金、自筹资金	0.14	0.08	0.05	2027/06/30
窑炉工程	0.43	自筹资金	0.23	0.20	/	2025/10/31
合计	6.57	--	6.12	0.37	0.05	

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司制定了具有自身经营特色的未来发展战略。

公司将继续实施“转型升级、多元化”的战略规划。公司对中硼硅玻璃各类产品的中长期规划包括，建设 8 座中硼硅窑炉，并达到 5 万吨中硼硅玻璃管的产能，实现 150 亿支管制瓶的年产能。

2025 年，公司将在稳固国内市场份额的基础上，抢占海外目标市场份额，构建国内外市场双轮驱动、协同共进的市场格局。公司将持续加大研发投入，提升产品质量与竞争力，聚焦预灌封、中硼硅等高附加值产品领域，推动无菌卡式瓶、笔式注射器等新品量产，探索生物制剂、医美包材等高端市场，通过技术与产品创新，为公司业务注入增长动力。此外，公司还计划启动光伏发电及新型能源储能项目，以降低能源成本、提升公司整体盈利能力。

（四）财务方面

公司提供了 2024 年财务报告，天健会计师事务所（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 年，公司未发生重要会计政策和会计估计的变更，合并范围亦无变化，财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年末，公司资产总额较上年末小幅下降，资产结构较为均衡，受限资产规模小，资产质量尚可。

截至 2024 年末，公司资产总额 19.57 亿元，较上年末下降 4.21%；流动资产占比较上年末下降 6.69 个百分点至 44.76%，资产结构仍较为均衡。

截至 2024 年末，公司流动资产构成仍以货币资金、交易性金融资产、应收账款、应收款项融资和存货为主。其中，截至 2024 年末，公司货币资金较上年末下降 41.96%，主要系一年以上定期存款及利息计入其他非流动资产所致，货币资金中有 0.33 亿元（占 30.05%）使用受限，系银行承兑汇票保证金和信用证保证金；交易性金融资产较上年末下降 43.79%，系基金和理财产品均已赎回，剩余全部为结构性存款；应收账款中，账龄一年以内部分占账面余额的 96.86%，坏账计提比例 7.27%；应收款项融资全部为银行承兑汇票，较上年末保持稳定；存货较上年末增长 27.06%，主要为库存商品的增长，构成以库存商品（占 52.55%）、原材料（占 18.74%）、发出商品（占 15.85%）和自制半成品（占 12.17%）为主，累计计提跌价准备 0.24 亿元，占账面余额的 8.77%。

截至 2024 年末，公司非流动资产主要由固定资产和其他非流动资产构成。截至 2024 年末，公司固定资产主要由机器设备 5.26 亿元和房屋及建筑物 3.30 亿元构成，固定资产较上年末有所下降，主要系机器设备计提折旧所致；其他非流动资产较上年末大幅增长，主要系增加 1 年以上定期存款及利息共计 1.52 亿元所致。

截至 2025 年 3 月末，公司资产规模及结构均较上年末变化不大。

图表 10 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

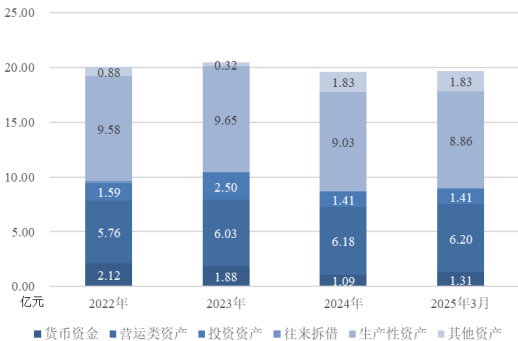
科目	2023年		2024年		2025年3月		2024年同比增 长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动资产	10.51	51.45%	8.76	44.76%	8.98	45.71%	-16.68%
货币资金	1.88	9.18%	1.09	5.57%	1.31	6.65%	-41.96%
交易性金融资产	2.50	12.24%	1.41	7.18%	1.41	7.17%	-43.79%
应收账款	1.52	7.46%	1.48	7.57%	1.62	8.23%	-2.74%
应收款项融资	2.45	11.99%	2.16	11.06%	1.86	9.49%	-11.65%

存货	1.97	9.65%	2.50	12.80%	2.64	13.47%	27.06%
非流动资产	9.92	48.55%	10.81	55.24%	10.66	54.29%	9.00%
固定资产	9.08	44.46%	8.08	41.27%	8.09	41.21%	-11.09%
在建工程	0.11	0.54%	0.52	2.66%	0.34	1.74%	374.30%
其他非流动资产	0.14	0.70%	1.69	8.64%	1.71	8.71%	1078.24%
资产总额	20.43	100.00%	19.57	100.00%	19.64	100.00%	-4.21%

资料来源：联合资信根据公司财报整理

截至 2024 年末，公司资产受限情况如下表所示，受限资产账面价值占资产总额的比重为 5.72%，公司资产受限规模小。

图表11· 公司各类资产变化情况（单位：亿元）



注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用

资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表12· 截至2024年末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	账面价值	占该类资产账面价值的比重	受限原因
货币资金	0.33	30.05%	票据保证金、信用证保证金
应收款项融资	0.50	23.17%	开立银行承兑汇票质押
投资性房地产	0.02	100.00%	银行授信抵押
固定资产	0.22	2.73%	银行授信抵押
无形资产	0.05	13.48%	银行授信抵押
合计	1.12	--	--

资料来源：联合资信根据财报整理

截至 2024 年末，公司所有者权益规模变化不大，结构稳定性尚可；有息债务小幅下降，仍以长期债务为主，债务负担尚可。

所有者权益方面，截至 2024 年末，公司所有者权益 12.23 亿元，较上年末变化不大；公司所有者权益全部为归属于母公司所有者权益，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别占比 12.36%、45.42%和 35.68%，公司权益结构稳定性尚可。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益规模及结构均较上年末变化不大。

负债方面，截至 2024 年末，公司负债总额较上年末下降，主要系应付票据和应付账款的减少；流动负债占比较上年末下降。应付票据全部为银行承兑汇票，应付账款主要为工程及设备款、材料款，应付债券为“正川转债”。截至 2025 年 3 月末，公司负债总额及结构均较上年末变化不大。

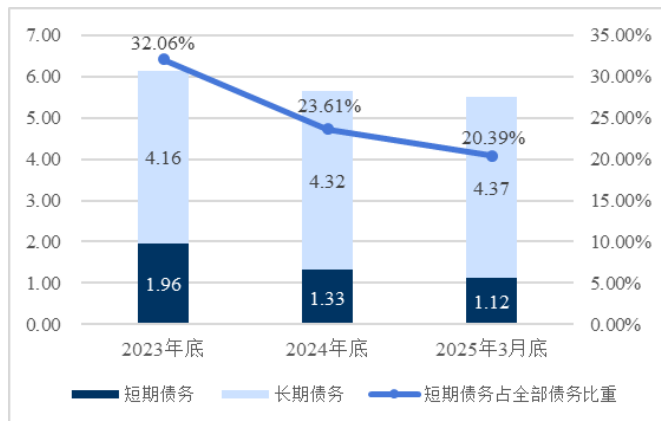
图表 13 · 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2023年		2024年		2025年3月		2024年同比增长率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
流动负债	3.79	45.86%	2.70	36.83%	2.62	35.97%	-28.82%
应付票据	1.66	20.10%	1.33	18.19%	1.12	15.34%	-19.75%
应付账款	1.48	17.84%	1.07	14.59%	1.19	16.32%	-27.49%
非流动负债	4.48	54.14%	4.63	63.17%	4.67	64.03%	3.44%
应付债券	4.16	50.31%	4.32	58.90%	4.37	59.94%	3.78%
负债总额	8.27	100.00%	7.33	100.00%	7.29	100.00%	-11.36%

资料来源：联合资信根据公司财报整理

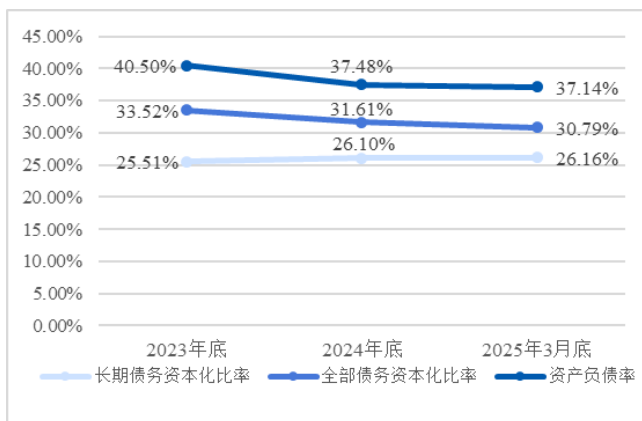
有息债务方面，截至 2024 年末，公司全部债务 5.66 亿元，较上年末下降 7.71%，主要系短期借款和应付票据的减少。其中，短期债务为应付票据 1.33 亿元，长期债务为应付债券 4.32 亿元。截至 2024 年末，公司资产负债率及全部债务资本化比率略有下降，债务负担较轻。截至 2025 年 3 月末，公司有息债务规模、结构以及债务指标均较上年末变化不大。

图表 14 • 公司债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 15 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

2024 年，公司营业总收入及营业成本均同比下降，得益于产品结构调整，综合毛利率和经营性利润同比上升，期间费用控制能力尚可，盈利能力指标表现较强。

盈利能力方面，2024 年，随着下游市场需求波动，公司营业总收入同比下降，但随着产品结构的调整，公司综合毛利率和利润总额同比提升，具体分析详见本报告“六、（三）经营方面”。费用方面，从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 15.70%、46.89%、22.05%和 15.36%；期间费用占营业总收入的比重为 11.47%，公司费用控制能力尚可。公司利润总额主要来自主营业务。盈利指标方面，2024 年，随着公司产品综合毛利率的上升，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均同比呈现不同程度的提升。

2025 年 1—3 月，受医药集采政策深化、医保支付改革以及医药市场竞争加剧等多重因素影响，下游客户市场需求波动延续，公司营业总收入同比下降 34.24%至 1.62 亿元，加之当期税收优惠较上年同期减少，新产品、新市场的拓展费用增加，公司利润总额同比下降 49.45%至 0.12 亿元。

图表 16 • 公司盈利指标（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月	2024年同比增长率
营业总收入	9.01	8.01	1.62	-11.05%
营业成本	7.57	6.35	1.27	-16.04%
费用总额	0.99	0.92	0.20	-7.03%
其中：销售费用	0.14	0.14	0.03	6.08%
管理费用	0.44	0.43	0.10	-1.00%
研发费用	0.23	0.20	0.04	-13.52%
财务费用	0.18	0.14	0.04	-22.81%
利润总额	0.45	0.60	0.12	34.31%
营业利润率（%）	14.79	19.45	20.09	4.66 个百分点
总资本收益率（%）	3.37	4.15	--	0.78 个百分点
净资产收益率（%）	3.31	4.35	--	1.04 个百分点

资料来源：联合资信根据公司财报整理

2024 年，公司经营活动现金维持净流入，投资活动主要为理财等产品的购买赎回，对外融资需求不大。

现金流方面，2024 年，公司经营活动现金流量净额同比下降，主要系压缩应付款规模，本期购买商品付现增加所致；现金收入比提升 9.34 个百分点至 107.45%，公司经营获现能力较为稳定；投资活动现金流主要用于购买银行理财产品和结构性存款，投资活动现金流净额仍为净流出状态；公司筹资活动现金流主要为支付股利和偿还债务支付的现金。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金净流入量同比增长 313.93%，主要系本期购买商品、接受劳务支付的现金减少所致；现金收入比进一步提升。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023年	2024年	2025年1—3月	2024年同比增长率
经营活动现金流入小计	9.44	9.33	2.25	-1.25%
经营活动现金流出小计	7.50	8.20	2.06	9.36%
经营活动现金流量净额	1.94	1.12	0.19	-42.23%
投资活动现金流入小计	7.13	4.40	0.59	-38.19%
投资活动现金流出小计	8.89	5.53	0.61	-37.84%
投资活动现金流量净额	-1.77	-1.12	-0.02	-36.45%
筹资活动前现金流量净额	0.17	*	0.17	-100.88%
筹资活动现金流入小计	0.60	*	*	-100.00%
筹资活动现金流出小计	1.04	0.81	*	-21.95%
筹资活动现金流量净额	-0.44	-0.81	*	85.34%
现金收入比	98.11%	107.45%	113.75 %	9.34 个百分点

注：*表示数值小于 0.01

资料来源：联合资信根据公司财报整理

2 偿债指标变化

截至 2024 年末，公司偿债指标表现良好，间接融资渠道有待拓宽，具备直接融资渠道。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月/3 月末
短期偿债指标	流动比率（%）	277.03	324.30	342.19
	速动比率（%）	225.07	231.55	241.38
	经营现金/流动负债（倍）	51.18	41.54	7.29
	经营现金/短期债务（倍）	0.99	0.84	0.17
	现金类资产/短期债务（倍）	3.48	1.87	2.42
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	1.73	1.97	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.53	2.87	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.32	0.20	0.03
	EBITDA/利息支出（倍）	8.16	9.42	--
	经营现金/利息支出（倍）	9.13	5.35	3.67

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财报整理

截至 2024 年末，公司流动比率、速动比率较上年末均有所上升，流动资产对流动负债保障程度强；现金类资产对公司短期债务保障能力有所下降，但仍处于高水平。2024 年，经营现金对流动负债和短期债务的保障能力均有所下降。整体看，公司短期偿债能力表现良好。

2024 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 57.56%）、利润总额（占 30.52%）以及计入财务费用的利息支出（占 10.62%）构成。2024 年，公司 EBITDA 对全部债务保障程度有所提升，对利息支出覆盖程度高。整体看，公司长期偿债能力表现良好。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月末，公司不存在对外担保事项。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度 2.20 亿元，其中尚未使用 1.37 亿元。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

公司本部为正川股份主要的经营主体之一。截至 2024 年末，公司本部资产规模变化不大，资产结构相对均衡；债务以长期债务为主，债务负担尚可。2024 年，公司本部经营活动现金保持净流入。

公司主要生产药用玻璃管制瓶和瓶盖，共有永成、龙凤、东阳和瓶盖四大工厂，其中龙凤和东阳工厂为本部资产，永成和瓶盖工厂为公司重要子公司重庆正川永成医药材料有限公司（以下简称“正川永成”）资产。截至 2024 年末，公司本部资产总额占合并口径的 82.66%，负债总额占合并口径的 86.21%，全部债务占合并口径的 100.00%，所有者权益占合并口径的 80.53%；2024 年，公司本部营业总收入占合并口径的 60.19%，利润总额占合并口径的 23.01%，公司本部利润总额较合并口径差异大的原因系高附加值的预灌封和中硼硅玻璃管制瓶等产品由永成工厂进行生产。

截至 2024 年末，公司本部资产总额 16.18 亿元，较上年末下降 4.37%。其中，流动资产 5.96 亿元，较上年末下降 26.81%，非流动资产 10.21 亿元，较上年末增长 16.48%。从构成看，流动资产仍主要由货币资金（占 8.79%）、交易性金融资产（占 23.57%）、应收账款（占 17.40%）、应收款项融资（占 17.95%）、其他应收款（占 15.37%）、存货（占 16.44%）构成；非流动资产仍主要由长期股权投资（占 72.44%）、固定资产（占 9.30%）构成。截至 2024 年末，公司本部货币资金为 0.52 亿元，较上年末下降 53.03%。

截至 2024 年末，公司本部负债总额 6.32 亿元，较上年末下降 6.10%，其中，流动负债占 30.75%，较上年末下降 6.24 个百分点。从构成看，流动负债仍主要由应付票据（占 68.63%）和应付账款（占 22.89%）构成；非流动负债仍主要由应付债券（占 98.66%）构成。2024 年，公司本部资产负债率为 39.09%，较上年末变化不大。截至 2024 年末，公司本部全部债务 5.66 亿元，其中短期债务 1.33 亿元，全部债务资本化比率 36.47%，债务负担尚可。

截至 2024 年末，公司本部所有者权益 9.85 亿元，较上年末下降 3.23%，主要系未分配利润减少所致。在所有者权益中，实收资本 1.51 亿元（占 15.35%）、资本公积 5.56 亿元（占 56.40%）、未分配利润 1.98 亿元（占 20.13%）、盈余公积 0.56 亿元（占 5.65%）。

2024 年，公司本部营业总收入 4.82 亿元，利润总额 0.14 亿元。同期，公司本部投资收益 0.03 亿元。

现金流方面，2024 年，公司本部经营活动现金流量净额 0.30 亿元，投资活动现金流量净额-0.37 亿元，筹资活动现金流量净额-0.50 亿元。

（五）ESG 方面

公司 ESG 表现较好，对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，基于药用玻璃生产的特性，公司被列入重庆市市级重点排污单位。公司建立了环保工作制度和内部管控体系；制订了突发环境事件应急预案，并报送环保管理部门备案。公司建设了污水动力综合处理站，并建有与熔炉相对应的布袋除尘脱硝治理设施，运行情况良好，经治理后污染物达标排放；2024 年，公司一座窑炉进行技术改造，改造后采用全氧燃烧技术，减少能源的消耗及碳排放量，截至 2024 年末，公司已改造 6 座全氧燃烧炉并加装窑炉烟气脱硝除尘设备，减少氮氧化物排放和颗粒物排放。公司制订有企业自行监测方案，并委托第三方检测机构对废水和废气进行了监测，监测结果显示，各项污染物指标均达标排放；根据环保部门的监控信息，2024 年，公司及全资子公司正川永成环保设施运行正常，污染物排放均在排放标准以内。2024 年，公司不存在因环境问题受到行政处罚的情况。

社会责任方面，2024 年，公司纳税总额 0.41 亿元，为纳税信用等级 A 级纳税人。人员方面，公司建立了包括内部云之家系统、改善提案制度、班长座谈会和总经理沟通交流会，以及人力资源部不定期走访交流在内的较为完善的员工沟通渠道，人均薪酬福利在行业内属于中等水平，2024 年人均培训时长 384 小时。

公司治理方面，公司法人治理结构较为完善，已形成以股东大会、董事会、监事会及管理层为主的决策与经营管理体系；内部规章制度和内控制度较为健全，截至 2025 年 3 月 20 日，已制定涵盖财务、采购、生产、营销、工会等 11 个大项共计 103 部的管理制度体系。截至 2024 年末，公司董事会成员共 9 人，其中独立董事 3 人、女性董事 1 人；公司非董事高管 2 人，其中女性高管 1 人。

七、债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对“正川转债”的保障能力较强，考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。正川投资对“正川转债”的担保具有一定积极作用。

截至 2024 年末，公司存续期可转换公司债券“正川转债”余额 4.05 亿元。截至 2024 年末，公司现金类资产为 4.66 亿元，为“正川转债”余额的 1.15 倍；2024 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 9.33 亿元、1.12 亿元、1.97 亿元，为“正川转债”余额的 2.30 倍、0.28 倍和 0.49 倍。

“正川转债”由公司控股股东正川投资提供连带责任保证担保。担保范围为公司经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核准发行的可转换公司债券 100.00%本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人。担保期限至债务人履约期限届满之日起两年内或主债权消灭之日止（以先到者为准）。同时，股东大会授权董事会在正川投资为本次公开发行的可转换公司债券提供保证的基础上择机增加适当增信方式用以保障本次可转换公司债券的本息按照约定如期足额兑付。

正川投资成立于 2012 年 11 月，法定代表人为邓勇，注册资本为 500.00 万元，股东分别为邓勇（持股 64.91%）、邓步莉（持股 11.70%）、邓步琳（持股 11.70%）和邓红（持股 11.70%），其中邓步莉系邓勇之姐姐，邓步琳、邓红系邓勇之妹妹。正川投资无实体经营，除持有公司股权外，无其他对外投资。2024 年 3 月 31 日，正川股份股价收于 17.09 元/股，正川投资所持正川股份股权市值 10.10 亿元，对“正川转债”余额的覆盖程度较高，正川投资对该债券的担保具有一定积极作用。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。考虑到未来转股因素，预计公司的债务负担将有进一步下降的可能。

2024 年至 2025 年 4 月末，公司 3 次发布《关于不向下修正“正川转债”转股价格的公告》。经公司董事会会议历次审议，公司董事会分别决定触发“正川转债”转股价格向下修正条款后 6 个月内、6 个月内和 4 个月内不向下修正“正川转债”的转股价格，后续若再次触发下修条款，届时董事会将再次召开会议决定是否行使“正川转债”的转股价格向下修正权利。

因实施 2024 年年度权益分派，2025 年 5 月 21 日起，“正川转债”转股价格由 46.02 元/股调整为 45.77 元/股。

图表 19 • 公司债券偿还能力指标

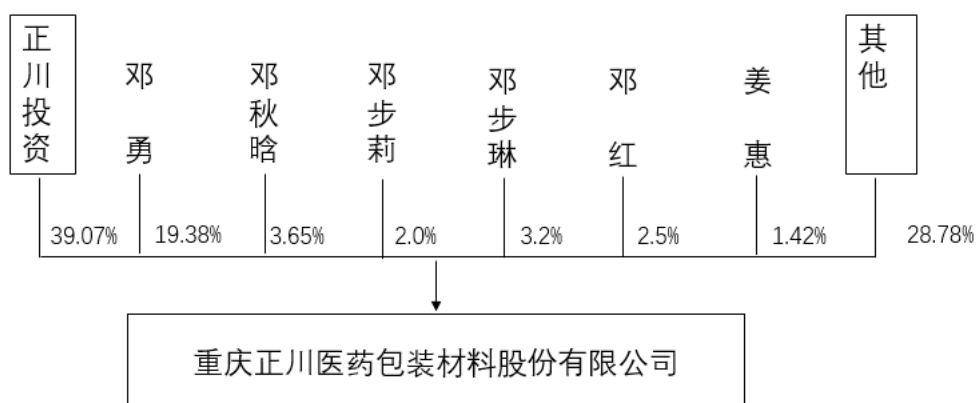
项目	2024 年
长期债务*（亿元）	4.32
经营现金流入/长期债务（倍）	2.16
经营现金/长期债务（倍）	0.26
长期债务/EBITDA（倍）	2.19

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

八、跟踪评级结论

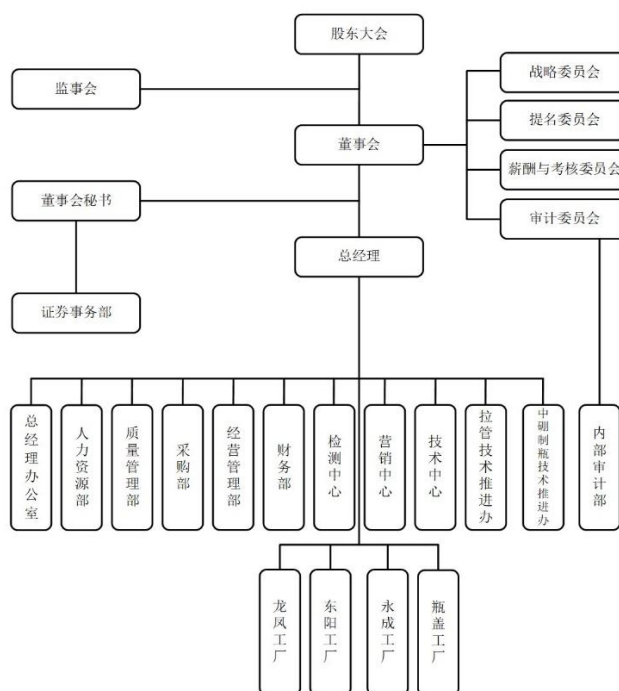
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 A⁺，维持“正川转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司子公司情况（截至 2024 年末）

子公司名称	注册资本 (亿元)	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
重庆正川永成医药材料有限公司	7.40	制造、加工、销售：药用玻璃制品及瓶盖、玻璃仪器及制品、药用包装塑料制品、药用包装铝铂，药用包装技术服务，货物进出口	100.00%	--	设立

资料来源：联合资信根据公司年报整理

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）	6.83	4.66	4.58
应收账款（亿元）	1.52	1.48	1.62
其他应收款（亿元）	0.06	0.04	0.04
存货（亿元）	1.97	2.50	2.64
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	9.08	8.08	8.09
在建工程（亿元）	0.11	0.52	0.34
资产总额（亿元）	20.43	19.57	19.64
实收资本（亿元）	1.51	1.51	1.51
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	12.16	12.23	12.34
短期债务（亿元）	1.96	1.33	1.12
长期债务（亿元）	4.16	4.32	4.37
全部债务（亿元）	6.13	5.66	5.49
营业总收入（亿元）	9.01	8.01	1.62
营业成本（亿元）	7.57	6.35	1.27
其他收益（亿元）	0.07	0.16	0.03
利润总额（亿元）	0.45	0.60	0.12
EBITDA（亿元）	1.73	1.97	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.84	8.61	1.84
经营活动现金流入小计（亿元）	9.44	9.33	2.25
经营活动现金流量净额（亿元）	1.94	1.12	0.19
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.77	-1.12	-0.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.44	-0.81	*
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.39	2.10	--
存货周转次数（次）	3.72	2.84	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.40	--
现金收入比（%）	98.11	107.45	113.75
营业利润率（%）	14.79	19.45	20.09
总资本收益率（%）	3.37	4.15	--
净资产收益率（%）	3.31	4.35	--
长期债务资本化比率（%）	25.51	26.10	26.16
全部债务资本化比率（%）	33.52	31.61	30.79
资产负债率（%）	40.50	37.48	37.14
流动比率（%）	277.03	324.30	342.19
速动比率（%）	225.07	231.55	241.38
经营现金流动负债比（%）	51.18	41.54	--
现金短期债务比（倍）	3.48	3.49	4.09
EBITDA 利息倍数（倍）	8.16	9.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.53	2.87	--

注：*表示数值小于 0.01

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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
现金类资产（亿元）	5.19	3.00
应收账款（亿元）	0.98	1.04
其他应收款（亿元）	1.35	0.92
存货（亿元）	0.56	0.98
长期股权投资（亿元）	7.40	7.40
固定资产（亿元）（合计）	1.20	0.95
在建工程（亿元）（合计）	*	0.15
资产总额（亿元）	16.91	16.18
实收资本（亿元）	1.51	1.51
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	10.18	9.85
短期债务（亿元）	1.66	1.33
长期债务（亿元）	4.16	4.32
全部债务（亿元）	5.83	5.66
营业总收入（亿元）	6.13	4.82
营业成本（亿元）	5.47	4.19
其他收益（亿元）	0.02	0.09
利润总额（亿元）	0.12	0.14
EBITDA（亿元）	0.32	0.34
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	6.60	5.61
经营活动现金流入小计（亿元）	7.79	6.53
经营活动现金流量净额（亿元）	1.22	0.30
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.99	-0.37
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.12	-0.50
财务指标		
销售债权周转次数（次）	2.40	2.07
存货周转次数（次）	9.65	5.43
总资产周转次数（次）	0.37	0.29
现金收入比（%）	107.75	116.29
营业利润率（%）	9.76	12.13
净资产收益率（%）	1.06	1.27
长期债务资本化比率（%）	29.02	30.48
全部债务资本化比率（%）	36.40	36.47
资产负债率（%）	39.81	39.09
流动比率（%）	327.12	306.71
速动比率（%）	304.51	256.29
经营现金流动负债比（%）	48.89	15.67
现金短期债务比（倍）	2.18	1.45
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.67
全部债务/EBITDA（倍）	18.45	16.42

注：*表示数值小于 0.01；公司本部未披露 2025 年一季度报表
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

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	
总资产收益率	(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