

2021年深圳市昌红科技股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券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
昌红转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：深圳市昌红科技股份有限公司（以下简称“昌红科技”或“公司”，股票代码：300151.SZ）在OA注塑耗材与医疗器械耗材两大注塑行业细分领域开拓了多个优质客户，合作关系稳定；跟踪期内公司营业收入与净利润水平均有所增长，半导体晶圆载具产品实现小批量供货，账面现金类资产规模仍较大，债务压力仍可控。但中证鹏元关注到，公司面临原材料价格波动、在建产能消化存在不确定性，以及较高的客户集中度等风险因素。

评级日期

2025年6月19日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	25.13	24.64	25.55	22.35
归母所有者权益	16.48	16.31	16.42	12.95
总债务	6.29	5.81	6.60	6.29
营业收入	2.49	10.39	9.31	12.28
净利润	0.12	0.81	0.18	1.26
经营活动现金流净额	0.52	1.74	1.93	2.18
净债务/EBITDA	--	-0.24	-1.54	0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	6.64	4.48	7.68
总债务/总资本	27.35%	25.95%	28.07%	31.79%
FFO/净债务	--	-317.04%	-35.54%	530.33%
EBITDA 利润率	--	21.68%	15.18%	18.72%
总资产回报率	--	5.29%	2.63%	8.04%
速动比率	2.92	3.17	3.92	3.09
现金短期债务比	3.71	6.76	6.69	7.14
销售毛利率	24.22%	26.98%	26.67%	28.22%
资产负债率	33.51%	32.69%	33.84%	39.65%

注：2023-2024年公司净债务为负值。

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：刘伟强
liuwq@cspengyuan.com

项目组成员：张一鸣
zhangym@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **依托在部分注塑细分领域的良好客户基础，叠加产能释放及下游需求增长等因素，公司营业收入及利润实现增长。**公司在 OA 注塑耗材与医疗器械耗材两大注塑行业细分领域开拓了多个优质客户，合作关系稳定。受益于公司产能释放、下游需求增加等因素，2024 年智能制造产品（主要为 OA 注塑产品）、医疗器械及耗材收入分别同比增长 11.43%、37.19%，利润总额同比增长 185.85%。
- **公司实现半导体晶圆载具产品小批量供货。**半导体晶圆载具产品系公司未来重点布局的业务领域，国产替代化空间大，截至 2024 年末，公司共有 7 个在研产品，其中多个产品已进入国内主流晶圆厂的“小批量及验证”阶段，FOUP 产品获得某国内头部晶圆厂商的采购订单。
- **公司现金流表现仍较好，债务压力仍可控。**受益于经营规模的扩大及盈利能力的提升，跟踪期内公司财务指标表现向好，并且主营业务现金生成能力仍较强；2024 年 EBITDA 利润率同比提升 6.5 个百分点至 21.68%，总资产回报率提高 2.66 个百分点至 5.29%，2025 年 3 月末，现金短期债务比仍维持高位。

关注

- **公司医疗耗材新产线和晶圆载具业务未来收益实现情况仍存在不确定性。**跟踪期内，本期债券募投项目“高端医疗器械及耗材生产线扩建”已完成建设，但产能尚未完全释放，未来收益的实现将主要取决于公司与医疗行业龙头客户在新产品研发方面的合作进展。在晶圆载具业务方面，由于半导体行业客户验证周期较长，产品量产后的产能也在逐渐爬坡过程中，公司在该领域的业务布局能否如期贡献业绩仍存在不确定性。
- **未来仍需关注原材料价格波动对公司经营业绩产生的影响。**公司直接材料占主营业务成本比重超过 60%，其中 ABS、PP 等进口塑料粒作为主要原材料，其价格受石油价格及市场供需关系影响波动较大。虽然公司可通过下游客户的价格调整机制部分传导成本压力，但若客户调价滞后于原材料价格变动，仍可能对公司盈利水平造成阶段性冲击。
- **公司存在较高的客户集中度风险。**2024 年公司前五大客户贡献了 55.61% 的营业收入，若核心客户出现经营状况恶化、采购策略调整或订单量价波动等情况，将对公司业绩稳定性造成直接影响。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在 OA 注塑产品与医疗器械耗材两大注塑行业细分领域，与优质客户建立了长期稳定的合作关系，预计公司业务持续性较好；并且良好的主营业务现金生成能力与较大规模的现金类资产为公司债务本息的偿付提供了有力支撑，公司流动性水平仍较为宽裕。

同业比较（单位：亿元）

指标	昌红科技	天龙股份	拱东医疗	洁特生物	奇德新材
总资产	24.64	20.92	19.51	17.02	8.20
营业收入	10.39	13.67	11.15	5.59	3.46
净利润	0.81	1.10	1.72	0.73	0.09
销售毛利率	26.98%	22.32%	32.79%	41.41%	22.80%
资产负债率	32.69%	28.30%	11.98%	29.67%	23.64%

注：以上各指标均为 2024 年（末）数据。

资料来源：wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
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	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	9/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	3/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		9/9
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（万元）	债券余额（万元）	上次评级日期	债券到期日期
昌红转债	46,000.00	45,952.87	2024-6-19	2027-04-01

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于高端医疗器械及耗材生产线扩建项目和补充流动资金。截至2024年末，高端医疗器械及耗材生产线扩建项目已结项并产生部分效益。公司于2024年6月3日公告已完成募集资金专项账户的销户工作，将节余募集资金永久补充流动资金。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司的名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2025年3月末，公司控股股东和实际控制人李焕昌持有公司38.06%的股权，截至2025年5月末，其中公司实控人李焕昌持有的31.36%股份已质押。跟踪期内，公司注册资本与股本未变化，截至2025年3月末，公司注册资本和股本均为5.33亿元。

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍为客户提供模具及产品成型一站式整体解决方案，产品覆盖医疗器械及耗材、办公自动化（OA）设备生产及注塑模具，此外公司重点布局的半导体耗材产品已产生少量效益。合并范围变动方面，2024年公司新设1家子公司，注销2家子公司，对经营、财务情况无重大影响。

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。

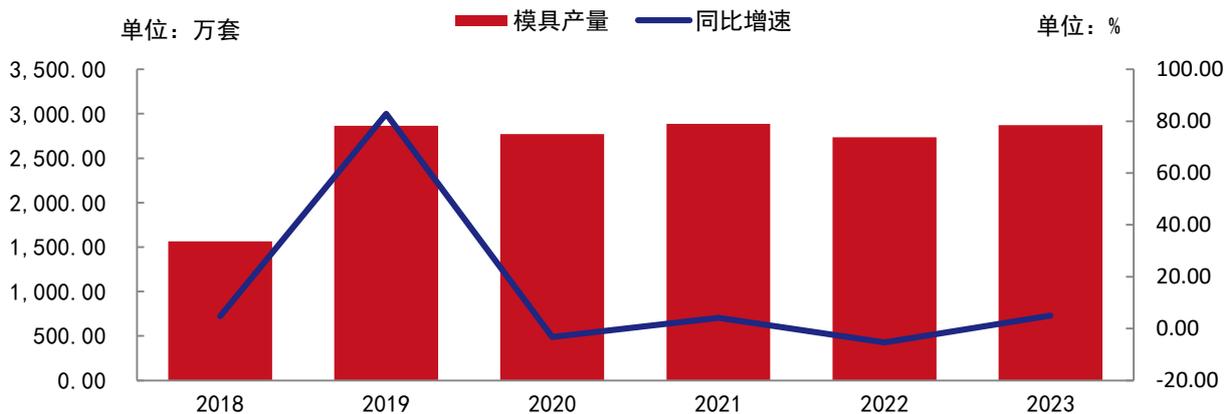
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

我国已成为模具生产与贸易大国，近年来模具产量整体保持稳中有升态势，其中注塑模具是我国模具产量变动的主导力量

我国已成为世界模具生产与贸易大国。近年，模具厂商及相关产业逐渐由欧美、日本等工业发达国家向人工成本较低且工业发展基础较好的发展中国家转移生产基地，带动了我国模具制造行业的发展。从模具产量情况来看，近年来我国模具行业整体保持稳中有升态势。截至2023年末，我国模具产量已达到2,872万套，市场规模超过3,000亿元。

图1 近年来我国模具产量稳中有升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国模具总销售额中注塑模具占比最大。随着近年来汽车轻量化进程的稳步推进以及我国塑料工业特别是工程塑料等现代新型材料工业的不断发展，塑料模具市场得以迅速发展，现已成为我国模具最大的细分种类，占比约为45%，是我国模具产量变动的主导力量。

精密模具制造和成型生产对模具加工企业的行业经验与技术沉淀要求较高，市场进入门槛相对较高；并且精密模具对应的下游行业众多，各企业均有各自的深耕领域，多样化特点缓解了行业内企业竞争激烈程度

我国模具市场规模较大，但由于模具产品非标准化、多品种的特性，以及普通模具产品较低的准入门槛，导致我国模具市场企业数量众多，行业集中度很低，企业类型以小微企业为主，产品集中于中低端，附加值较低。而精密模具（一般认为，模具误差在 $\pm 2\mu\text{m}$ 内的即可称为精密模具）的生产对企业多

方面技术力量的支持要求较高，不仅需要企业掌握超精密三维空间立体测量技术，控制模具各个曲面精度数据，且精密模具制造和成型生产对行业经验与技术沉淀要求较高，企业对不同模具钢的物理特性、各种塑料原料的特征均需较为熟悉，才能取得理想的模具寿命与产品成型效果，精密模具高技术含量的特点也使得企业产品和服务附加值高于单纯的制造行业。

精密模具下游行业多样化特点缓解了行业内企业竞争激烈程度。下游客户对精密模具供应企业资质审核严格，一般需要经过多年的少量供应测试阶段，检验合格后才将模具供应企业纳入其供应链中，并且由于要求较高，模具供应企业需对客户所处行业特点、产品性能等有着深刻的认识，从产品开发阶段就开始深度参与进来，配合下游客户设计模具，因此模具企业与下游客户一般能够保持稳定的合作关系，一旦入选下游客户的供应链就不会轻易变动，并且由于模具产品具有多样化特点，各供应企业都有各自专业对应的下游行业与客户群体，客户重叠程度较低，目前塑料模具及注塑行业上市公司主要包括厦门唯科模塑科技股份有限公司（以下简称“唯科科技”，股票代码：301196.SZ）、宁波横河精密工业股份有限公司（以下简称“横河精密”，股票代码：300539.SZ）、宁波天龙电子股份有限公司（以下简称“天龙股份”，股票代码：603266.SH）及昌红科技等，从主要客户各自深耕的业务类型来看，各上市公司虽然同处于注塑模具行业，但是客户重叠度较低，一定程度上降低了行业内现存企业的竞争激烈程度。

表1 国内部分主要注塑模具生产企业情况（单位：亿元）

企业名称	2024年模具收入	主要客户
唯科科技	2.96	汽车领域：均胜电子、捷温科技集团、博泽集团、Altcam 集团、慧鱼集团； 新能源领域的法拉电子；家居领域的宜家集团、博格步集团、威卢克斯集团、YETI 集团； 电子领域：康普集团；健康家电领域的晨北集团、历德集团
天龙股份	1.22	汽车零部件领域：博泽集团、日立集团、大陆汽车、博世集团、马勒集团、东洋电装、日本电产、法雷奥集团、翰昂集团等国际汽车零部件一级供应商 提供汽车电子控制类零部件； 电工电器领域：施耐德伊顿集团、合宝集团等
昌红科技	0.75	医疗领域：罗氏、迈瑞、赛默飞世尔、西门子、Vitalife Revvity(PerkinElmer)； OA 领域：兄弟、柯尼卡美能达、理光、斑马
横河精密	0.48	智能家电领域：松下电器(Panasonic)、法国赛博集团(SEB)、德国卡赫(Karcher)、 东芝(Toshiba Corporation)、科勒(Kohler)、尼德科(Nidec)、小米等； 汽车内外饰与汽车智能座舱领域：上汽乘用车、上汽大通、吉利汽车、极氪汽车、 比亚迪汽车、零跑汽车、延锋

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

近年来因OA设备行业进入成熟期，OA注塑模具增速也呈现放缓态势

OA设备属于成熟行业，近年来市场规模增速较慢。从主要OA设备之一打印机出货量的情况来看，根据IDC咨询的相关数据显示，在全球经济下行，用户消费降级，采购周期延长的背景下，2023年全球打印机出货量约8,113万台，同比下滑约 8%。其中，激光打印机出货量约 2,898万台，同比下滑约 6%，存量市场特征明显。

因模具市场与下游注塑市场高度相关，近年来OA注塑模具增速也呈现放缓态势。虽然OA设备行业已较为成熟，但技术壁垒很高，也是技术专利最多且密集度最高的行业之一，中高端市场份额基本集中在美日企业，包括理光、佳能、柯尼卡美能达、兄弟、京瓷、爱普生、惠普等大型跨国企业。在全球化

背景下，OA设备厂商先后在中国设立了生产基地，近年受生产成本上升和中美贸易战等因素的影响，部分OA厂商又将生产线转移至东南亚等区域。

受益于体外诊断等技术的发展，以及发展中国家医疗卫生服务体系的完善，医用高分子塑料耗材市场空间仍较大；但当前主要医疗耗材市场份额仍被大型跨国医疗企业占据，我国企业主要以OEM/ODM模式在细分产品领域与国外龙头企业开展合作

近年来随着医疗技术的发展，医用高分子塑料耗材逐步应用于体外诊断、基因测序、辅助生殖、样本采集处理和生命科学等多个领域，其中体外诊断是全球医疗器械最大的细分领域。受益于相关技术与学术研究的积累，DNA双螺旋结构、单克隆抗体技术、大分子标记技术等应用催生了分子影像、PCR和流式细胞术等高效技术手段，推动了整个体外诊断行业跨越式发展。

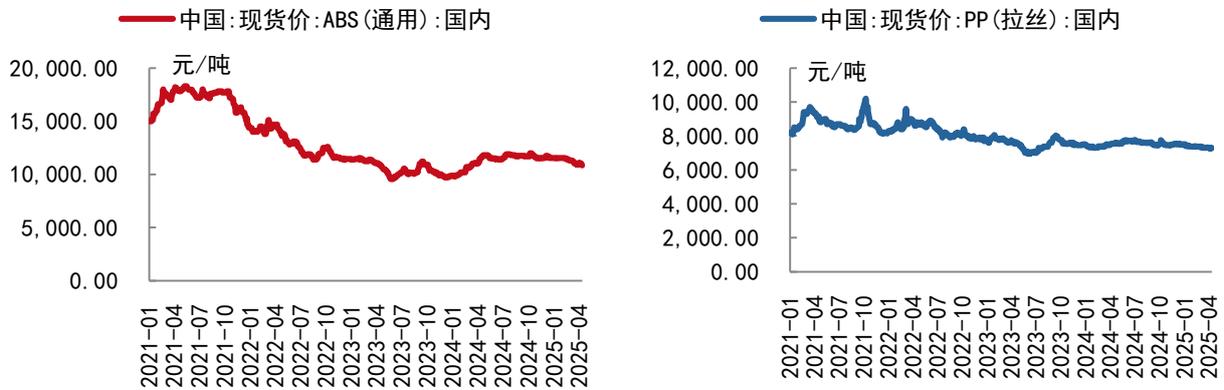
我国医用高分子塑料耗材的市场空间依然广阔。北美、西欧等地经济发达地区是体外诊断的主要市场，由于相对完善的医疗服务，相关区域体外诊断市场规模已经达到稳定阶段。而中国等众多发展中国家对于建设完善的医疗卫生服务体系的决心以及居民对于高质量医疗服务的需求都在不断增长，近年来对体外诊断市场规模的增长产生了更大的推动作用。根据公开信息，2023年全球医疗器械市场规模达5,826亿美元，五年复合增速约6.37%，而我国医疗器械市场增速更快，2023年市场规模达到1.27万亿元，年复合增长率超过10%，已成为仅次于美国的全球第二大医疗器械市场。

我国企业主要以OEM/ODM模式在细分产品领域与国外龙头企业开展合作。国内医疗耗材相关产业起步较晚，以中小型企业为主，规模较小，较为分散、行业集中度低，仅能专注于生产科研试剂、实验耗材或仪器设备某一细分产品领域，在技术实力与品牌专业度方面与跨国外企存在一定差距。目前国内医用高分子塑料耗材知名厂商包括浙江拱东医疗器械股份有限公司（股票代码：605369.SH）、浙江硕华生命科学研究股份有限公司、广州洁特生物过滤股份有限公司（股票代码：688026.SH），主要业务模式为通过与国际知名品牌商建立稳定的合作关系，将产品出口至欧洲、亚洲等国家地区。

近年主要塑料产品价格波动较大，考虑到原油价格等外部影响因素复杂多变，未来仍需关注上游原材料价格波动对注塑企业造成的不利影响

未来需持续关注原材料价格波动对注塑企业盈利水平造成的影响。注塑行业的主要原材料是ABS、PP等塑料原料，系石化产业链产品，其价格波动与原油价格走势整体趋同。2024年以来，塑料价格走势多变，整体强势收尾。需要关注的是，我国从美国进口丙烷量较高，美国对等关税主要从成本端影响塑料产品价格，扰动市场情绪，同时塑料产品价格波动与原油价格高度关联，进入2025年，随着国际油价的下行，PP、ABS等塑料产品价格持续震荡调整。

图2 近年主要塑料产品价格波动较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、 经营与竞争

跟踪期内,公司仍以精密模具的研发、设计和制造为核心业务,为客户提供医疗器械及耗材产品、OA注塑产品和模具产品,并且在重点布局的半导体行业实现了晶圆载具产品的小批量供货。2024年智能制造产品(主要为OA注塑产品)销售收入同比增长11.43%,主要系公司产能释放与下游需求增加所致。受益于新产品导入与下游客户需求增加等因素,2024年医疗器械及耗材收入同比大幅增长37.19%;由于精密模具与自动线设备用于生产注塑产品,系注塑业务的配套业务,相关订单及收入在各年份分布不平均,2024年,精密模具与自动线设备销售收入同比减少35.25%。综合影响下,2024年公司营业收入同比增长11.56%,在产品结构等多方面因素的影响下,销售毛利率略有提升。

跟踪期内,公司客户集中度水平仍较高。2024年公司对前五大客户销售收入占总销售额的比例达55.61%,若公司主要客户生产经营发生重大不利变化,或其采购政策、采购量或采购价格发生变化,将会对公司的经营业绩产生影响。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
智能制造产品(主要为OA注塑产品)	67,462.51	65.24%	21.16%	60,544.56	65.19%	20.65%
医疗器械及耗材	28,422.41	27.49%	39.22%	20,717.36	22.31%	36.08%
精密模具及自动线设备	7,517.29	7.27%	34.49%	11,609.42	12.50%	40.96%
合计	103,402.22	100.00%	27.09%	92,871.34	100.00%	26.63%

资料来源: 公开信息, 中证鹏元整理

公司深耕OA注塑领域多年,在精密模具设计、注塑成型、品控等方面积累了丰富的行业经验与技术实力;受益于产能释放与下游需求增加,2024年OA注塑业务收入规模有所提升

OA设备注塑行业门槛高,要求企业具备丰富经验与技术积累。OA设备行业对注塑企业的要求严格,

涉及模具设计能力、行业经验、快速交付等，且产品更新快、非标准化，竞争壁垒较高。下游客户需快速响应市场变化，因此要求模具企业具备高效开发能力，能迅速提供整套模具设计、加工及生产方案。

公司凭借技术积累，在OA设备注塑领域占据竞争优势。公司拥有25年精密模具研发经验，掌握大尺寸模具“一模多穴”等核心技术，提高生产效率并降低成本。公司多项技术与产品获得国家、省荣誉和奖项，其中公司与广东工业大学合作项目获2015年广东省科学技术奖一等奖；于国内首创打印机墨盒1模16穴技术，获全国“精模奖”一等奖，OA非金属模具获“深圳机械30年精密模具标杆产品奖”。截至2024年末，公司拥有180件专利授权，其中2024年取得21件专利授权。

公司与下游OA设备客户合作关系稳定。基于多年的技术积累，公司通过深度参与OA客户的产品设计，与核心客户保持稳定合作关系。公司已与柯尼卡美能达、兄弟及理光等全球主流OA设备厂商合作二十余年，柯尼卡美能达将公司评级为其特级供应商。

受益于公司产能释放与下游需求增加，2024年公司OA注塑收入有所增加。OA注塑产品属于“轻抛货”，运输成本系OA设备厂商选择供应商的重要考虑因素，近年来OA设备厂商逐步将产能转移至生产要素成本更低的东南亚地区，公司海外工厂凭借临近下游客户生产基地，运输成本低等优势条件，订单量有所增加。2024年，昌红科技（越南）有限公司（以下简称“越南昌红”）、昌红科技菲律宾股份有限公司（以下简称“菲律宾昌红”）营业收入均大幅增长。为配合OA设备企业海外供应链部署，公司计划通过公司全资子公司德盛投资有限公司向越南昌红增资2,000万美元扩建越南昌红生产基地，截至2025年4月末，公司已完成境外投资的备案登记事宜。

表3 公司境外OA注塑子公司的财务数据情况（单位：万元）

生产主体	营业收入		净利润	
	2024年	2023年	2024年	2023年
越南昌红	26,238.90	23,239.82	3,187.72	3,379.93
菲律宾昌红	14,543.96	8,707.70	2,209.12	1,057.17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司与国际医疗行业龙头客户保持稳定的合作关系，随着下游客户需求恢复增长及公司新产品通过客户验证，2024年公司医疗器械及耗材业务实现大幅增长

下游医疗行业客户寻求与医疗耗材供应商进行长期合作，合作粘性强。公司凭借精密模具设计与注塑产品加工等方面积累的技术实力，跨界布局医疗行业并取得成功。公司从2007年开始从事高端医疗耗材的生产，并成功进入赛默飞世尔、罗氏诊断等多个世界医疗设备巨头的供应链体系，公司产品主要在罗氏诊断、赛默飞世尔等国内外知名的医疗器械及耗材品牌商的检测设备或测试平台上配套使用。在2020年特定宏观经济背景下，国际医疗行业客户海外供应链紧张，为国内医疗耗材企业进入国际医疗行业客户供应链体系提供了契机。凭借此前与国际医疗巨头稳固的合作关系与积累的经验，公司于2021年11月与罗氏诊断达成战略合作，是罗氏诊断在欧洲地区以外第一家全链条产品开发合作的供应商。

跟踪期内，公司与医药行业龙头客户合作基础仍较好。收入规模方面，受益于下游客户需求增加、公司新产品在下游客户验证通过等因素，2024年医疗器械及耗材收入同比大幅增长37.19%，毛利率较去年同期变化不大。跟踪期内，公司新增多个已形成正式书面协议并开始模具研发的项目，与医药行业龙头客户合作基础仍较好，但上述销售收入的实现取决于下游医疗行业客户验证通过时间及订单需求时间，尚存在不确定性。

半导体晶圆载具产品系公司未来重点布局的业务领域，国产替代化空间大；其中FOUP产品已获得某国内主流晶圆厂商采购订单，但未来仍需关注公司产品验证进度与量产情况

依托公司多年在精密模具设计与注塑产品加工领域的技术积累，以及鼎龙股份（股票代码：300054.SZ）与半导体行业客户建立了良好的合作关系，公司于2022年联合鼎龙股份及3个自然人股东设立浙江鼎龙蔚柏精密技术有限公司（以下简称“鼎龙蔚柏”）从事半导体载具和洁净包装物等产品的研发、生产与销售。跟踪期内，鼎龙蔚柏已正式投入生产，配备万级洁净生产车间与自动化生产线，具备年产达到9万个12寸晶圆载具的生产能力。

公司半导体晶圆载具业务业绩实现尚存在不确定性。目前，国内FOUP、FOSB、CMP设备耗材等半导体产业链上游关键的材料及部件仍由英特格（Entegris）、信越(Shinetsu)等美日厂商垄断供应，公司半导体晶圆载具产品国产替代化空间大。截至2024年末，公司在研产品7个，多个产品进入国内主流晶圆厂的“小批量及验证”阶段，其中FOUP产品已获得某国内主流晶圆厂商的采购订单，半导体晶圆载具业务有望成为公司未来新的营收增长点，但上述销售收入的实现取决于下游半导体行业客户验证通过时间及订单需求时间。

跟踪期内，公司对单个供应商依赖程度仍较低，考虑到塑料材料上游为石油化工产业，受国际经济、地缘政治等因素影响较大，价格波动较为频繁，未来仍需关注公司的成本控制压力

跟踪期内，公司上游供应商集中度仍较低，不存在供应商依赖性。由于塑料粒、模具钢等原材料供应充足，可选择的空间较大，公司主要通过贸易公司进行采购，2024年公司前五名供应商采购集中度为19.96%。

未来仍需关注原材料价格波动对公司盈利水平的影响。公司主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用，2024年主营业务成本结构较上年基本保持稳定，直接材料占比66.35%，在生产成本中占比仍较高。公司模具及OA产品注塑件采购的主要原材料包括ABS、PP等塑料原料、模胚热流道、模具钢等，高分子塑料耗材产品采购的主要原材料包括PS、PP等塑料原料、胶塞、试管等，其中塑料粒在公司采购金额中占比超过80%，是公司采购的主要原材料。中证鹏元关注到，塑料粒价格走势与上游原油价格波动密切相关，如果上游原油价格上涨导致主要原材料价格上升，若公司无法及时将成本压力向下游客户转移时，可能会对公司盈利能力造成不利影响。

公司产能扩张基本集中在医疗器械领域，项目完工后预期效益存在一定的不确定性

由于公司生产的模具、OA 设备注塑件、医用耗材采用“以销定产”的生产模式，一般情况下需根据客户的特定需求对产品进行个性化设计和定制，产品规格、型号、品类因客户需求不同导致差异较大，每类产品的一次性脱模成型数量、成型周期、重量等因素各不相同，不存在标准数量产能。

跟踪期内，本期债券募投项目已完工，但项目效益未达预期。根据公司公告，本期债券募投项目已于2024年3月末达到预定可使用状态，但受医疗器械行业特性制约，新产品注册备案、客户验证及设备效率提升周期超出原计划，产能利用率尚处于爬坡状态，并且新增固定资产年折旧成本上升，阶段性的设备调试成本增加，上述因素共同导致本期债券募投项目经营效益尚未完全释放。2024年，本期债券募投项目实现净利润2,733.91万元，累计实现净利润7,605.72万元，未及预期。

公司主要在建项预期收益实现存在一定的不确定性。截至2024年末，公司主要在建项目仅有定向增发募投项目高端医疗器械及耗材华南基地建设项目、总部基地改造升级项目，公司已募集资金少于计划总投资额，不足部分由公司自有资金或自筹资金补充，筹资压力相对可控。考虑到产品研发进度、客户拓展和市场需求等因素，叠加本期债券募投项目经营效益尚未完全释放，未来仍需关注公司定向增发募投项目预期收益实现情况。

表4 截至2024年末公司重要建设项目情况（单位：万元）

项目名称	实施主体	计划总投资	募集资金拟投资	募集资金已投资额	项目达到预定可使用状态日期
高端医疗器械及耗材华南基地建设项目	公司本部、深圳柏明胜共同实施	26,500.00	13,302.23	8,039.95	2025年9月30日
总部基地改造升级项目	公司本部	34,000.00	17,196.80	13,112.85	2025年9月30日
合计	-	60,500.00	30,499.03	21,152.80	-

资料来源：《关于2024年度募集资金存放与使用情况的专项报告》，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

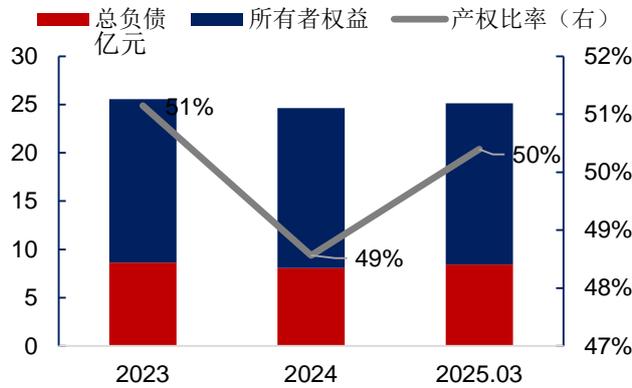
以下分析基于公司公告的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表。

中证鹏元认为，2024年公司经营规模有所扩大，与优质下游客户的合作为公司销售回款能力提供保障，盈利能力指标有所提升，为公司债务本息的偿付提供了较好支持，公司流动性水平仍较为充裕

资本实力与资产质量

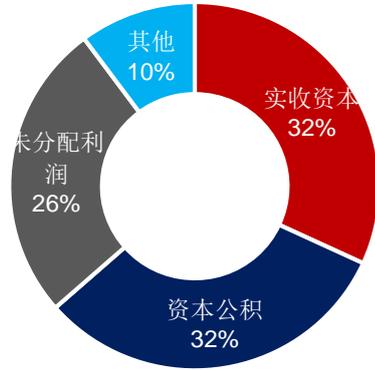
跟踪期内，所有者权益规模小幅下降，主要系受其他权益工具投资公允价值变动等因素影响，公司其他综合收益减少所致。受部分债务到期等因素影响，负债总额亦有所下降，综合影响下，跟踪期内，公司产权比率较为稳定，截至2025年3月末达50%，所有者权益对总负债覆盖程度仍然很高。

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

跟踪期内，公司资产规模保持增长，资产结构仍以货币资金、生产性资产（固定资产和在建工程）为主，经营性资产（应收账款和存货）为辅。

2024年末货币资金账面余额同比下降53.39%，主要用于公司定向增发募投项目建设资金投入，以及公司购买部分定期存款（转入其他非流动资产科目）等，交易性金融资产主要系理财产品。由于公司业务规模有所扩大，应收账款与存货等营运类资产规模也随之增加。截至2024年末，应收账款账龄基本为1年以内，前五大应收对象占应收账款余额比重61.49%，均为公司主要客户，坏账风险较低。公司存货仍主要为原材料、在产品、库存商品，考虑到主要原材料ABS、PP、PPABS等上游系原油产业，市场价格波动大，需关注存货跌价风险。伴随公司推动在定向增发募投项目的建设以及部分在建项目转固，跟踪期内固定资产与在建工程账面余额均有所增加。其他权益工具投资主要系公司出于战略目的而计划期持有的投资，包括深圳市合创智能及健康创业投资基金（有限合伙）、吉安市井开区合正医疗产业资合伙企业（有限合伙）、共青城分享精准医疗投资管理合伙企业（有限合伙）等。

截至2024年末，公司受限资产包括货币资金与土地使用权资产，合计账面价值0.31亿元，资产受限程度较低。

表5 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	3.22	12.80%	3.26	13.24%	7.00	27.40%
交易性金融资产	2.05	8.18%	1.66	6.73%	1.97	7.72%
应收账款	2.07	8.25%	2.31	9.39%	2.16	8.47%
存货	1.68	6.68%	1.70	6.90%	1.45	5.66%
其他流动资产	1.68	6.71%	1.52	6.18%	0.58	2.29%
流动资产合计	11.06	44.01%	10.74	43.60%	13.35	52.22%
其他权益工具投资	1.53	6.09%	1.53	6.21%	1.59	6.23%
固定资产	5.91	23.54%	6.04	24.52%	4.95	19.35%

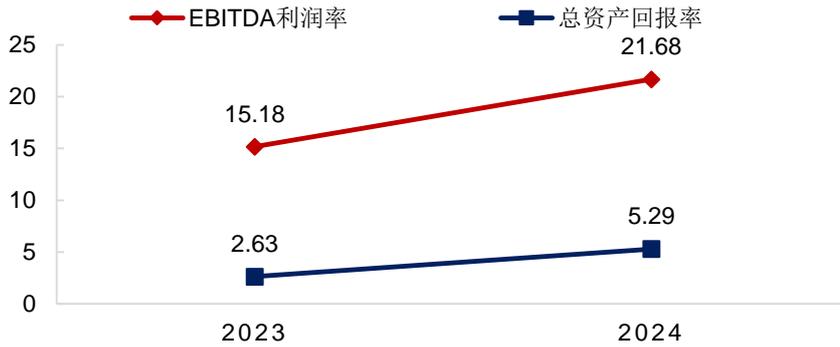
在建工程	3.62	14.40%	3.33	13.51%	3.33	13.03%
无形资产	1.06	4.22%	1.07	4.35%	1.12	4.40%
其他非流动资产	0.93	3.72%	0.92	3.71%	0.18	0.72%
非流动资产合计	14.07	55.99%	13.90	56.40%	12.21	47.78%
资产总计	25.13	100.00%	24.64	100.00%	25.55	100.00%

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

盈利能力

跟踪期内，公司各项盈利能力指标表现向好。2024年公司营业收入仍主要来自于精密塑料模具、OA注塑产品和医疗器械及耗材，受益于公司产能释放、下游客户需求增加及新产品导入，公司营业收入同比增长11.56%；同期公司冲减股权激励，期间费用较2023年有所下降，因此2024年公司利润总额同比大幅增长185.85%，总资产回报率与EBITDA利润率均随之幅增长。

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

本期债券募投项目建设资金已基本通过募集资金予以解决，并且跟踪期内定向增发募投项目建设资金全部来源于募集资金，因此，在跟踪期内，公司未新增重大债务，且随着部分债务本金到期偿还，公司总债务规模呈现下降趋势。从融资渠道来看，截至2024年末，公司债务主要来源于本期债券与浙江柏明胜为建设高分子医疗耗材产业园项目所借入的固定资产贷款，其中固定资产贷款由浙江柏明胜提供厂房建设用地抵押担保。从期限结构来看，公司债务期限结构相对合理，短期债务占比仍较低。

经营性负债方面，应付账款主要为应付设备款与材料款，跟踪期内随着营业收入规模的增加，账面余额有所增加。递延收益主要系与公司在建项目有关的政府补助，跟踪期内，伴随在建项目建设进度推进，账面余额有所减少。

表6 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	1.00	11.88%	0.50	6.21%	0.74	8.56%
应付账款	1.19	14.09%	1.18	14.65%	1.14	13.13%
一年内到期的非流动负债	0.43	5.05%	0.48	5.93%	0.61	7.03%
流动负债合计	3.21	38.18%	2.85	35.37%	3.04	35.11%
长期借款	0.39	4.68%	0.39	4.89%	0.93	10.71%
应付债券	4.33	51.45%	4.29	53.23%	4.11	47.52%
递延收益-非流动负债	0.25	3.01%	0.28	3.46%	0.30	3.45%
非流动负债合计	5.21	61.82%	5.21	64.63%	5.61	64.89%
负债合计	8.42	100.00%	8.06	100.00%	8.65	100.00%
总债务	6.29	74.70%	5.81	72.17%	6.60	76.28%
其中：短期债务	1.43	22.66%	0.98	16.82%	1.35	20.44%
长期债务	4.86	77.34%	4.84	83.18%	5.25	79.56%

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

跟踪期内，公司经营活动现金流仍为净流入态势，但仍无法覆盖公司项目建设所需的资本开支，自由活动现金流仍为负值；公司资产负债率、总债务/总资本指标保持较低水平，受益于账面较大规模的现金类资产，2024年末，净债务与FFO/净债务仍为负值。跟踪期内，公司盈利水平大幅增加，且利息支出相对变化不大，因此EBITDA利息保障倍数指标有所提升。

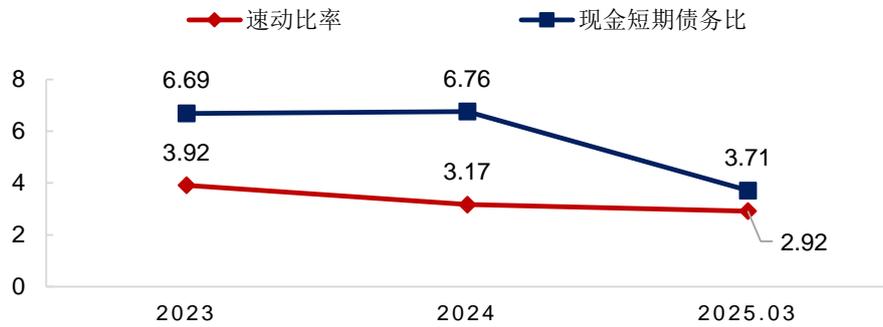
表7 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.52	1.74	1.93
FFO（亿元）	--	1.71	0.77
资产负债率	33.51%	32.69%	33.84%
净债务/EBITDA	--	-0.24	-1.54
EBITDA 利息保障倍数	--	6.64	4.48
总债务/总资本	27.35%	25.95%	28.07%
FFO/净债务	--	-317.04%	-35.54%
经营活动现金流净额/净债务	48.57%	-323.39%	-88.72%
自由现金流/净债务	-11.10%	101.68%	18.18%

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，跟踪期内，因公司定向增发募投项目建设资金投入增加，现金类资产规模有所下降，综合影响下，现金短期债务比与速动比率均有所弱化，但整体来看，仍维持在较高水平。公司作为上市公司，资本市场融资渠道畅通，并且截至2024年末，公司仍有7.00亿元银行授信额度未使用，部分情况下仍可获得一定的流动性支持。

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

跟踪期内，公司收到深圳证监局行政监管措施决定书，上述事项目前暂未对公司经营、财务和信用状况产生重大不利影响

公司及相关负责人于2025年5月23日收到中国证券监督管理委员会深圳监管局（以下简称“深圳证监局”）下发的《深圳证监局关于对深圳市昌红科技股份有限公司、李焕昌、周国铨采取出具警示函措施的决定》（行政监管措施决定书（2025）82号）（以下简称“《警示函》”）。

依照《警示函》有关内容，深圳证监局认为公司存在股份支付费用核算不准确、部分收入及费用确认跨期、个别应收账款未根据公司会计政策按单项计提坏账等问题，上述财务会计核算问题影响了公司相关信息披露的准确性；公司董事长兼总经理李焕昌、财务总监周国铨未能履行勤勉尽责义务，对上述违规行为负有主要责任。

根据公司反馈，针对上述事项，公司将加强财务培训，提升核算规范性和信息披露质量。

中证鹏元认为，上述事项目前尚未对公司经营、财务和信用状况产生重大不利影响。中证鹏元将持续跟踪以上事项对公司主体信用级、评级展望以及“昌红转债”信用等级可能产生的影响。

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15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；本期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1日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

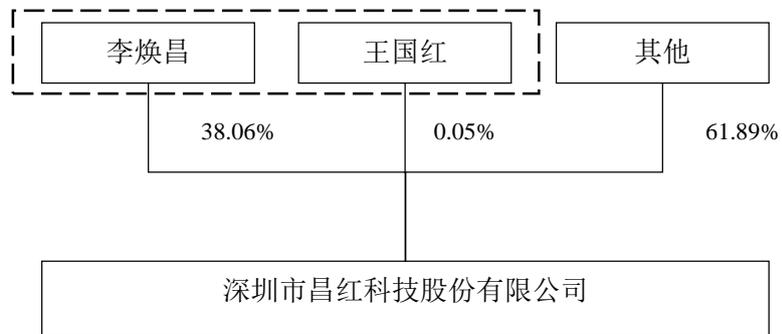
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	3.22	3.26	7.00	5.13
流动资产合计	11.06	10.74	13.35	11.60
固定资产	5.91	6.04	4.95	3.44
在建工程	3.62	3.33	3.33	3.25
非流动资产合计	14.07	13.90	12.21	10.75
资产总计	25.13	24.64	25.55	22.35
短期借款	1.00	0.50	0.74	0.54
应付账款	1.19	1.18	1.14	1.51
一年内到期的非流动负债	0.43	0.48	0.61	0.34
流动负债合计	3.21	2.85	3.04	3.14
长期借款	0.39	0.39	0.93	1.06
应付债券	4.33	4.29	4.11	3.92
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	5.21	5.21	5.61	5.72
负债合计	8.42	8.06	8.65	8.86
总债务	6.29	5.81	6.60	6.29
其中：短期债务	1.43	0.98	1.35	0.88
长期债务	4.86	4.84	5.25	5.41
所有者权益	16.71	16.59	16.91	13.49
营业收入	2.49	10.39	9.31	12.28
营业利润	0.17	1.03	0.37	1.42
净利润	0.12	0.81	0.18	1.26
经营活动产生的现金流量净额	0.52	1.74	1.93	2.18
投资活动产生的现金流量净额	-1.01	-3.91	-3.08	-3.46
筹资活动产生的现金流量净额	0.41	-1.54	3.17	0.75
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	2.25	1.41	2.30
FFO（亿元）	--	1.71	0.77	1.81
净债务（亿元）	1.07	-0.54	-2.18	0.34
销售毛利率	24.22%	26.98%	26.67%	28.22%
EBITDA 利润率	--	21.68%	15.18%	18.72%
总资产回报率	--	5.29%	2.63%	8.04%
资产负债率	33.51%	32.69%	33.84%	39.65%
净债务/EBITDA	--	-0.24	-1.54	0.15
EBITDA 利息保障倍数	--	6.64	4.48	7.68
总债务/总资本	27.35%	25.95%	28.07%	31.79%
FFO/净债务	--	-317.04%	-35.54%	530.33%

经营活动现金流净额/净债务	48.57%	-323.39%	-88.72%	641.13%
速动比率	2.92	3.17	3.92	3.09
现金短期债务比	3.71	6.76	6.69	7.14

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

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月末）



注：虚框内为一致行动人。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例	
		直接	间接
河源市昌红精机科技有限公司	生产	100.00%	-
深圳市柏明胜医疗器械有限公司	生产	100.00%	-
德盛投资有限公司	投资	100.00%	-
昌红科技菲律宾股份有限公司	生产	-	100.00%
昌红科技（越南）有限公司	生产	-	100.00%
浙江柏明胜医疗科技有限公司	生产	70.00%	-
浙江鼎龙蔚柏精密技术有限公司	生产	50.00%	-

资料来源：公开信息，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
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）
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%
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。

