

浙江福莱新材料股份有限公司相 关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【236】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。

浙江福莱新材料股份有限公司相关债券2026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
福新转债	A+	A+

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：浙江福莱新材料股份有限公司（以下简称“福莱新材”或“公司”，股票代码“605488.SH”）具备规模化的喷墨打印材料生产制造能力及产品多样化优势，跟踪期内随着烟台基地产能持续释放，公司主要产品产销量稳步增长，并初步完成基膜-胶水-涂布一体化转型，产业链协同效应进一步凸显；同时定向增发股票顺利完成显著提升了公司的资本实力。但中证鹏元也关注到，本次定增募投的传统产品扩产规模偏高，若下游行业景气度不及预期，新增产能可能面临消化压力。此外，公司应收账款规模较大，且为部分小微经销商客户提供担保，存在一定的坏账损失及或有负债风险等。

评级日期

2026年06月24日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	43.34	36.29	35.04	28.91
归母所有者权益	22.82	15.71	14.25	12.71
总债务	15.80	15.91	15.44	11.79
营业收入	8.19	28.56	25.41	21.31
净利润	0.19	0.78	1.22	0.69
经营活动现金流净额	-0.54	2.71	-0.07	0.88
净债务/EBITDA	--	5.54	6.53	4.33
EBITDA 利息保障倍数	--	5.73	4.26	2.83
总债务/总资本	40.13%	49.15%	50.70%	46.90%
FFO/净债务	--	11.83%	6.65%	10.02%
EBITDA 利润率	--	7.77%	6.70%	5.82%
总资产回报率	--	2.67%	5.37%	3.41%
速动比率	1.19	0.71	0.88	1.12
现金短期债务比	0.97	0.38	0.55	1.03
销售毛利率	12.60%	13.29%	13.38%	13.44%
资产负债率	45.61%	54.65%	57.13%	53.83%

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **跟踪期内烟台基地产能持续释放，带动公司主要产品产销量继续增长，产业链协同效应凸显。**因烟台基地投产，截至 2025 年末，公司广告喷墨打印材料及标签标识印刷材料年生产能力分别达到 10.28 亿平方米和 10.88 亿平方米，产能规模有所扩大，当期上述材料的产销量多数实现两位数增长；子公司烟台富利新材料科技有限公司（以下简称“烟台富利公司”）专注功能基膜生产，可配套供给公司总部及同区域烟台福莱新材料科技有限公司（以下简称“烟台福莱公司”）的广告喷墨材料、标签标识材料产线，初步完成了基膜-胶水-涂布一体化转型，受益于产业链一体化显著降低材料及运输成本，在市场竞争白热化、销售价格承压的背景下，仍保持了较为稳固的市场份额及稳定的毛利率水平。
- **定向增发股票完成，资本实力得以显著增强。**2026 年 1 月，公司向特定对象发行股票获得证监会同意注册的批复，2026 年 2 月，公司收到向特定对象发行股票募集资金净额 6.92 亿元，截至 2026 年 3 月末，公司股本增加至 3.02 亿元，归母所有者权益增加至 22.82 亿元。

关注

- **定增募投所带来的传统产品扩产规模偏高，若下游景气不及预期，或将导致产能释放与消化承压。**截至 2025 年末，公司主要在建项目为烟台富利厂区二期项目、烟台分公司福莱新型材料一期、二期项目等，本次定增资金用于标签标识材料扩产、电子级功能材料产业化、研发升级及补充流动资金。项目落地后，电子功能膜产能扩容可助推新材料国产替代，新兴领域产品应用空间可观，有望增厚营收。但本次定增传统标签标识材料扩产规模偏高，新增产能约 7.73 亿平方米，体量较大。当前标签行业竞争激烈，若下游景气不及预期，则可能面临产能释放与消化的风险。
- **公司为部分中小微经销商客户提供担保，面临坏账及或有负债风险。**公司客户分散且集中度较低，但其中小微经销商占比高，抗风险能力弱；同时，2025 年末公司应收账款规模达到 5.14 亿元，需关注其中小微经销商客户可能存在的坏账风险；同期末，公司存在对该类客户的担保余额 1,659.90 万元，虽有反担保措施，但考虑到该类客户抗风险能力一般，仍面临或有负债风险。

未来展望

- 公司在喷墨打印材料细分行业具有一定规模、产品优势及市场认可度，烟台基地产能释放后，产业链一体化优势进一步增强，增发扩充资本实力后，财务杠杆进一步下降。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

同业比较（单位：亿元）

指标	纳尔股份 (002825.SZ)	斯迪克 (300806.SZ)	公司
总资产	27.94	76.32	36.29
营业收入	19.81	30.16	28.56
净利润	1.44	0.61	0.78
销售毛利率	19.73%	21.96%	13.29%
资产负债率	39.86%	66.93%	54.65%

注：以上各指标均为 2025 年度/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

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_2025V1.0

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	4/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	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		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				1
	补充调整				0
个体信用状况					a+
外部特殊支持					0
主体信用等级					A+

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
福新转债	4.29	1.02	2026-2-6	2029-1-4

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年1月4日发行6年期4.29亿元可转换公司债券，募集资金计划用于新型环保预涂功能材料建设项目和补充流动资金。截至2025年12月31日，本期债券募集资金专项账户余额为0.56亿元。2026年1月，公司发布公告拟调整募投项目内部投资结构，增加环保型高精显示材料产线9条，减少环保型水性预涂包装材料产线6条，变更后募投项目中设备购置及安装建设主要是新建环保型水性预涂包装材料4条产线、新建环保型高精显示材料19条产线及上述配套生产设施。变更前后，使用募集资金总金额保持不变。同时，公司拟将募投项目达到预定可使用状态日期延长至2028年1月31日。

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更。2025年由于资本公积金转增股本、实行股票激励计划、本期债券转股等，截至2025年末，公司股本为2.80亿元；2026年2月，公司收到向特定对象发行股票募集资金净额6.92亿元，其中0.22亿元计入股本，6.70亿元计入资本公积，公司股本增加至3.02亿元。截至2026年3月末，夏厚君直接持有公司41.75%的股权，为公司控股股东及实际控制人，且尚无股票质押情况。

2025年10月，原公司副总经理、董事会秘书兼财务负责人毕立林调任投资部总经理；原副总经理聂胜任董事会秘书，继续兼任副总经理；刘延安任财务负责人。

“福新转债”自2023年7月10日起进入转股期，当前转股价格11.07元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价33.78元/股。

公司主营业务未发生重大变动，仍专注于多功能涂布复合材料研发、生产、销售。2025年公司合并报表范围内新增一级子公司浙江柔感未来科技股份有限公司，截至2025年末纳入合并范围内的一级子公司为13家，主要子公司为烟台富利公司和烟台福莱公司，烟台富利公司主要从事 BOPP 功能原膜、合成纸、热收缩膜等高分子新材料生产销售，为公司上游基材配套主体，产品应用于标签、广告、食品包装领域。烟台福莱公司主要从事研发、生产和销售广告喷墨打印材料，产品应用于室内外实体广告宣传品打印及影楼产品装饰等。

表1 主要子公司财务指标（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	总资产	净资产	营业收入
烟台富利公司 ¹	2.12	66.04%	11.00	1.51	7.15
烟台福莱公司	3.80	100.00%	7.27	3.76	4.23

资料来源：公司 2025 年年度报告，中证鹏元整理

¹烟台富利公司 2025 年末总资产占公司合并口径比重大于 30%，烟台福莱公司各指标占比均未超过 30%。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2026年一季度经济起步有力，但内需仍待强化；宏观政策用好用足，货币政策精准灵活，努力实现“十五五”良好开局

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但也不乏亮点，新质生产力加快形成，先进制造业和新兴产业快速增长，重点领域风险有序缓释，外贸结构持续优化，资本市场活力增强。展望二季度，外部形势严峻复杂，中东冲突对全球经济和能源的影响逐步显现，国内供强需弱格局延续，经济回升基础仍需巩固。宏观政策将立足用好用足现有存量政策，提升宏观经济治理效能，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。财政政策持续用力，充分发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的杠杆作用，继续优化支出结构，加大对提振消费、投资于民、保障民生等方面的支持，推进化债和扩大内需。货币政策适度宽松，增强前瞻性、灵活性、针对性，总量工具更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

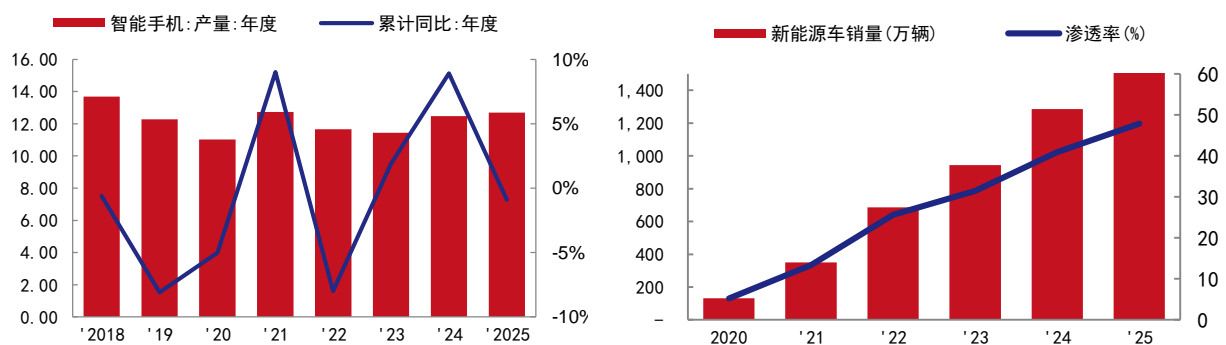
行业环境

功能性涂布复合材料行业下游需求呈现分化，广告耗材赛道存量竞争白热化，线下户外广告萎缩进一步加剧行业价格内卷；电子级功能材料伴随消费电子、新能源车产销扩容迎来国产替代窗口期

公司所属细分行业为功能性涂布复合材料行业，近年下游需求呈现分化。户外实体广告行业是喷墨打印最重要的应用领域之一，该领域市场竞争呈白热化趋势，下游市场规模受需求迁移等影响逐年下滑。随着大众偏好的改变和互联网技术的发展，网络广告市场规模快速增长，根据国家市场监督管理总局发布的互联网广告发布收入数据，2025年中国网络广告发布收入同比增长34.6%。与此同时，以电视、广播、杂志为代表的传统广告市场规模在持续萎缩，一定程度上可能削弱对喷墨打印材料的需求，同时也加剧了行业价格内卷。标签材料方面，随着日化、医药、化妆品、小家电以及电商、物流等行业的快速发展，标签标识印刷行业获得了快速增长，据国家邮政局统计数据，我国2025年度快递业务量累计完成1,989.5亿件，同比增长13.6%，连续十二年稳居世界首位，随着电商的蓬勃发展和消费者购物习惯的转变，快递业务量持续攀升，加速标签需求释放；但该细分领域市场竞争激烈，国内不干胶标签材料上下游厂商超3,000家，大量中小涂布厂、薄膜厂扎堆华东、华南市场，低端通用产品供大于求。

电子级功能材料伴随消费电子、新能源车产销扩容迎来国产替代窗口期。智能手机市场作为消费电子中最大的细分市场之一，国内智能手机产量处于较高水平，2025年全年中国智能手机产量增速亦有小幅回落。汽车方面，根据中汽协数据，2025年国内新能源乘用车销量1,644.39万辆，同比增长27.89%，新能源汽车渗透率达到47.87%。车用高压、锂电、折叠屏带动高纯浆料、特种膜材、基材需求放量，高端材料仍高度依赖海外，但海外供货不稳、涨价催生替代缺口。国内材料技术逐步实现量产突破，相较进口具备成本优势；叠加产业政策扶持、下游大厂加速国产化认证，本土厂商快速导入供应链，特种膜材、基材的国产化率持续上行。

图1 国内智能手机产量增速波动较大（亿台） 图2 新能源车销量维持高增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

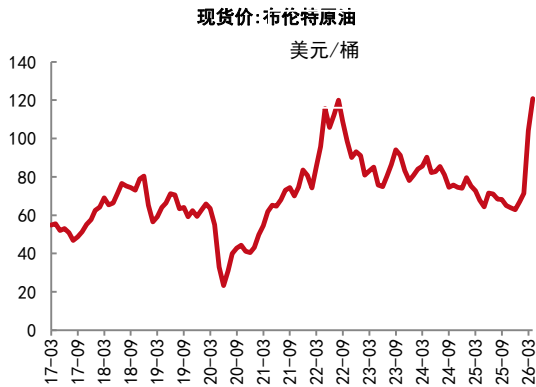
资料来源：Wind，中证鹏元整理

需关注原油大幅波动导致涂布复合材料上游化工原料成本波动，行业面临成本传导滞后压缩加工利润的双重风险

2025年原油价格整体下行，以布伦特原油期货为例，其价格自2025年初的约79美元/桶震荡下行至12月初的60美元/桶附近。在此期间，欧佩克增产与全球供应过剩成为压制原油价格的核心因素，原油价格全年承压下行。进入2026年，布伦特原油价格自1月初的60美元/桶附近快速上涨，4月底一度触及118美元/桶高位，5月在90-105美元/桶区间宽幅震荡。在此期间，中东地缘政治冲突升级成为推动油价飙升的主导力量。2026年3月起，美伊局势急剧恶化，伊朗封锁霍尔木兹海峡并袭击油轮，全球约20%海运原油受阻，供应恐慌情绪急剧升温。5月后，受美伊停火谈判反复影响，地缘溢价阶段性回落，油价从高位有所回调，但仍显著高于2025年末水平。

原油波动态势可能间接传导至功能性涂布复合材料行业，使其面临显著的原材料价格波动风险。从成本端看，原油作为基础化工原料，其价格高频震荡会直接推升聚酯、聚丙烯等上游树脂及溶剂的采购成本，对于功能性涂布复合材料行业而言，上下游价格传导滞后可能压缩加工环节利润空间。

图3 近年原油价格变动情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 华东地区PTA市场价（元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从未来竞争趋势来看，福莱新材等本土企业加速切入电子保护膜材料领域，逐步打破外资垄断。在环保政策趋严、上游原油成本波动的背景下，行业加速产能出清，资源持续向具备一体化生产、自研配方能力的头部企业集中，行业集中度呈稳步抬升态势。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务仍为功能性涂布复合材料的研发、生产和销售。营业收入方面，2025年受益于各主营产品产销量稳步提升，全年实现营业收入28.56亿元，同比增长12.40%；营收结构上，广告喷墨打印材料贡献近半数营收，是公司核心收入来源，电子级功能材料、功能基膜两类产品营收占比相对偏低。毛利率呈现结构性分化，广告喷墨打印材料凭借全产业链一体化优势、功能基膜依托生产良品率优化实现毛利率上行，有效托底公司综合盈利水平；而标签标识印刷材料受行业竞争加剧、电子级功能材料受新品研发投入抬升成本影响，两类产品毛利率同比回落。

表2 收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
广告喷墨打印材料	13.71	48.00%	14.19%	13.33	52.50%	13.28%
标签标识印刷材料	8.50	29.76%	16.77%	7.07	27.85%	18.80%
电子级功能材料	1.10	3.85%	14.55%	0.93	3.66%	15.83%
功能基膜	2.71	9.49%	3.49%	2.12	8.35%	-4.11%
其他	2.02	7.07%	2.97%	1.46	5.75%	8.80%
主营业务合计	28.04	98.18%	13.14%	24.92	98.11%	13.20%
其他业务	0.52	1.82%	21.14%	0.48	1.89%	22.92%
营业收入合计	28.56	100.00%	13.29%	25.41	100.00%	13.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产端公司沿用以销定产模式，生产布局覆盖浙江本部、烟台两大基地，跟踪期内各主要产品产

能、产量均有提升；烟台板块中，烟台富利专注功能基膜生产，配套供给同区域烟台福莱的广告喷墨材料产线，产业链协同效应显著

从研发能力来看，2025年公司研发投入达1.22亿元，同比增长31.67%。此外，近年公司积极进行新业态拓展，在柔性传感器相关领域亦增大了研发投入力度。公司建有浙江省省级高新技术企业研究开发中心创新平台，细分领域技术积淀充足，已获评国家级专精特新“小巨人”企业。

生产制造方面，公司仍采取“以销定产”的生产模式。目前公司生产基地主要由浙江总部基地及烟台基地构成，本部主要进行传统产品的产能布局，烟台基地两家子公司中，烟台富利公司可向公司本部、烟台福莱公司供应基膜原材料用于广告喷墨打印材料及标签标识材料生产，产业链一体化一定程度上缩减了原材料成本，协同效应显著。

表3 公司生产基地主要构成情况

生产基地	部门	所在地	现有产能布局
浙江基地	公司总部	浙江省嘉善县姚庄镇	广告喷墨打印材料、标签标识印刷材料、电子级功能材料
烟台基地	烟台富利公司	烟台市海阳市行村中南智能制造产业园	功能基膜（BOPP 功能薄膜）
	烟台福莱公司	烟台市海阳市行村镇丁字湾智能制造产业园	广告喷墨打印材料

资料来源：公司 2025 年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

从产能来看，因公司总部所在浙江基地IPO项目产能释放及烟台基地顺利投产，公司各项主要产品的产能均有增加。从产能利用率来看，标签标识印刷材料产能利用仍保持高水平，广告喷墨打印材料产能利用率略有下降。

表4 公司主要产品产能、产量和产能利用率情况（单位：万平方米、吨）

产品类别	项目	2025 年
广告喷墨打印材料	产能	102,794.40
	产量	93,558.00
	产能利用率	91.01%
标签标识印刷材料	产能	108,840.00
	产量	104,391.00
	产能利用率	95.91%
电子级功能材料	产能	2,986.00
	产量	2,437.00
	产能利用率	81.61%
功能基膜	产能	45,000.00
	产量	37,576.00
	产能利用率	83.50%

注：表中功能基膜的产能、产量未包含用于供应公司内部的产能及产量。

资料来源：公司提供

公司主要产品的销售模式未发生变化，从业务结构来看，公司主业稳步扩容，传统产品内外销齐

升，电子级功能材料新品受益下游消费电子、汽车电子迭代升级实现放量，功能基膜良品率改善、毛利显著提升

公司广告喷墨打印材料仍以经销为主，电子级功能材料采取直销、经销相结合的模式，标签标识印刷材料主要采用直销模式。款项结算方面，仍根据不同客户制定不同的信用政策。

2025年公司各项产品销量有所增加：（1）传统产品方面，广告喷墨打印材料作为公司基本盘业务，在稳固国内市场销售的同时，海外业务持续拓展，海外市场销量有所增长；标签标识印刷材料方面，得益于国内日化、医药、化妆品、小家电和电商、物流等行业的高质量发展带来的需求增长，产销量大幅增加，产销率持续处于高位；（2）电子级功能材料方面，公司成功开发UV减粘胶并实现量产，布局OLED支撑膜、缓冲泡棉胶等显示面板材料。伴随消费电子、汽车电子迭代升级，尤其是OLED显示赛道的增长，以及国产化替代浪潮的推进，该业务在2025年实现了产销量突破；（3）功能基膜方面，随着产能利用率提升与工艺改进，良品率大幅提升，毛利率同比增加7.60个百分点，为下游业务提供了稳定的基材支撑。

单价方面，由于存量市场竞争趋向白热化，行业价格内卷加剧，2025年主要产品单价同比均有微调，但广告喷墨打印材料凭借全产业链一体化优势、功能基膜依托生产良品率优化而实现了成本的有效控制，有效托底公司综合盈利水平；此外，功能基膜产品单价同比下降幅度较大，但该产品以供应公司内部使用为主，未对公司形成显著不利影响。

表5 公司主要产品销售情况（单位：元/平方米、元/吨）

项目	2025年			2024年		
	销量	单价	产销率	销量	单价	产销率
广告喷墨打印材料（万平方米）	90,206	1.52	96.42%	84,943	1.57	101.83%
标签标识印刷材料（万平方米）	102,790	0.83	98.47%	83,097	0.85	98.40%
电子级功能材料（万平方米）	2,430	4.53	99.71%	1,967	4.75	100.20%
功能基膜材料（吨）	36,403	0.74	96.88%	19,673	1.08	83.88%

注：表中功能基膜的销量未包含用于供应公司内部销量。

资料来源：公司提供

公司仍以境内市场销售为主，收入占比在80%以上；公司构建“市场前移、仓储前移、服务前移”的海外运营体系，助力外销实现了一定增长。

客户方面，公司主要客户较为稳定，其中标签标识印刷业务主要采用直销模式，其主要客户有艾利集团、芬欧蓝泰等；电子级功能材料领域的直销客户主要为信维通信、常州富烯科技股份有限公司等，上述客户具有一定的品牌知名度与业务规模。集中度方面，公司客户较为分散。

表6 公司收入构成情况（单位：亿元）

项目	2025		2024	
	收入	占比	收入	占比
按销售区域				
境内销售	23.56	84.04%	20.85	83.65%

	境外销售	4.48	15.96%	4.07	16.35%
	小计	28.04	100.00%	24.92	100.00%
按销售模式	经销销售	16.41	58.52%	15.64	62.74%
	直销销售	11.63	41.48%	9.29	37.26%
	小计	28.04	100.00%	24.92	100.00%

资料来源：公司提供

需关注的是，经销模式占公司收入的比例仍在60%左右，经销商管理及经销商关系维护对公司营销网络渠道建设和品牌形象至关重要，同时随着销售收入增加导致应收账款相应增加，虽然公司坚持每年年底对小微客户的欠款进行清账，采取了一定的抗风险措施，但中小微经销商抗风险能力弱，该部分应收账款仍存在一定的坏账风险。

公司原材料均为通用材料且通过自建等方式延长了上游产业链，主要基材、胶水可以自供，一定程度减弱了对供应商的依赖，但仍需关注公司产品价格调整滞后于原材料价格变动，可能影响盈利状况

公司生产所需原辅材料的日常采购仍采取“以产定购”的模式，一方面，公司通过收购、自建等方式延长了上游产业链，主要基材、胶水可以自供；但需关注的是，原油作为基础化工原料，其价格高频震荡会直接推升聚酯、聚丙烯等上游树脂及溶剂的采购成本，公司产品价格调整与原材料价格变动在时间上存在一定的滞后性，若公司不能通过及时调整销售价格转移成本，则盈利水平仍存在下滑风险。

供应商方面，2025年公司主要供应商整体较为稳定，前五名供应商采购额6.07亿元，占年度采购总额的26.99%，有一定的集中度，但考虑到公司原材料均为通用材料，对单一供应商的依赖风险较低。

表7 公司主要原材料采购情况（单位：亿元）

品类	2025年		2024年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
PP合成纸	1.60	7.10%	2.33	11.78%
PET膜	1.97	8.75%	1.70	8.58%
PVC	1.29	5.76%	1.34	6.77%
纸类	2.22	9.89%	1.97	9.96%
胶水	0.42	1.88%	0.27	1.36%
CPP膜	0.30	1.35%	0.32	1.62%

资料来源：公司提供

公司围绕“产业一体化、应用多元化”双轮驱动战略进行产能布局，烟台生产基地已初具规模，相关项目投资接近尾声，但定增募投所带来的传统产品新增产能体量偏大，叠加行业竞争加剧，若下游景气不及预期，新增产能存在消化风险

截至2025年末，公司主要在建项目包括：（1）功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部综合

大楼建设项目²为IPO募投项目，预计项目满产后新增功能性涂布复合材料产能5.2亿平方米；（2）烟台分公司新型材料项目：为变更后新增的IPO募投项目，实施地点为山东省烟台市海阳市行村镇丁字湾智能制造产业园，截至2025年末，该项目一期、二期合计已投资4.92亿元，项目建设已近尾声；（3）烟台富利厂区及生产线建设工程项目：2021年9月，公司收购烟台富利公司，并开始投资该项目建设，项目总用地235亩，分三期建设，主要产品为BOPP功能膜及PETG热收缩膜等，截至2025年末，该项目一期已投产，二期已投资3.81亿元；（4）本期债券募投项目-新型环保预涂功能材料建设项目：计划总投资（扣除铺底流动资金后）3.81亿元，截至2025年末已投资1.99亿元。

此外，公司定向增发募集资金拟投向标签标识材料扩产、电子级功能材料产业化、研发中心升级及补充流动资金，项目投产后将扩充标签材料（7.73亿平方米/年）与电子功能膜（3,700万平方米/年）产能。

表8 截至 2025 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目预算	累计投入金额	资金来源
功能性涂布复合材料生产基地及研发中心总部大楼建设项目	5.20	2.97	IPO 募集资金+自筹
新型环保预涂功能材料建设项目	3.81	1.99	可转债募集资金+自筹
姚庄开发区（二期）	1.30	0.96	自筹
烟台富利厂区及生产线建设工程（二期）	4.00	3.81	自筹
烟台分公司福莱新型材料项目（一期）	3.75	3.67	IPO 募集资金+自筹
烟台分公司福莱新型材料项目（二期）	1.30	1.25	IPO 募集资金+自筹
合计	19.36	14.65	

资料来源：公司提供

总体来看，公司在建项目中已通过募集资金解决部分资金需求，烟台富利厂区项目、烟台分公司福莱新型材料项目等尚需资金规模不大，资金压力尚可。同时，虽然在建项目的主要产品PETG热收缩膜可用于饮料瓶的收缩套标、化妆品、酒类包装等多个新兴领域，定增拟投向的传统产品扩产，以引进智能化生产设备方式扩充产能，新增电子功能膜产能有利于加速电子新材料国产替代落地，预计可为公司带来一定业务增量；但考虑到标签领域行业竞争激烈，新增产能规模偏大，或面临订单不足；电子新材料虽受益消费、汽车电子国产替代，但外资巨头壁垒高、新品客户验证周期长，若下游景气不及预期，新增产能存在消化风险。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

² 2023年8月，为提高募集资金的使用效率和投资回报率，优化投资布局，公司将该项目中暂未使用的2.00亿元募集资金用于建设烟台分公司新型材料项目

2024、2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

跟踪期内烟台基地产能建设临近收尾，公司外部融资总体平稳，同时完成定向增发，权益增厚带动财务杠杆明显下行；受搬迁收益抬升基数影响，2025年公司归母净利润同比回落，但剔除一次性损益后，扣非净利润实现增长

资本实力与资产质量

资本结构方面，因向特定对象增发股票完成，公司产权比率大幅下降，净资产对负债的保障程度显著提升。

从资产规模来看，随着前一轮产能扩张周期接近尾声，烟台分公司、烟台富利公司一期工程项目多数转固，公司对外融资需求回落、债务结构保持平稳，资产总量整体平稳。2026年2月，公司定增募资到位，货币资金大幅增厚，带动总资产明显提升。

从资产构成来看，非流动资产方面，2025年公司继续推进烟台富利厂区建设、本期债券募投项目等在建工程，叠加部分项目完工转固，固定资产小幅增长，在建工程规模基本稳定。流动资产方面，公司应收账款在流动资产中占比较高，且合作客户中小微企业较多，潜在坏账风险值得关注。受限资产方面，2025年末包括货币资金、应收款项融资、固定资产、在建工程和无形资产在内，公司受限资产账面价值合计3.75亿元，受限比例不高。

图5 公司资本结构

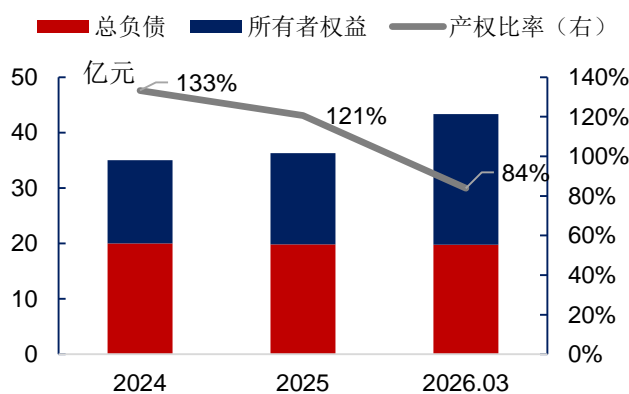
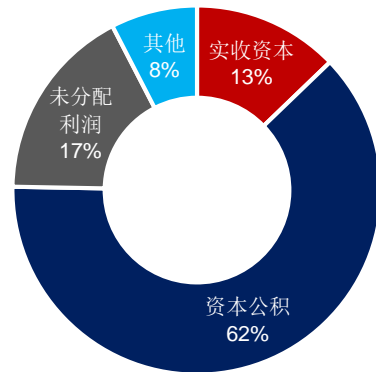


图6 2026年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2026 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	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.93	20.60%	3.58	9.88%	3.35	9.56%
应收账款	5.53	12.76%	5.14	14.17%	5.18	14.78%
存货	3.26	7.52%	3.27	9.02%	2.56	7.31%
流动资产合计	21.50	49.62%	14.37	39.59%	14.61	41.69%

固定资产	14.02	32.35%	14.14	38.98%	12.34	35.22%
在建工程	6.04	13.94%	5.94	16.36%	6.44	18.39%
无形资产	1.20	2.76%	1.20	3.32%	1.24	3.53%
非流动资产合计	21.84	50.38%	21.92	60.41%	20.43	58.31%
资产总计	43.34	100.00%	36.29	100.00%	35.04	100.00%

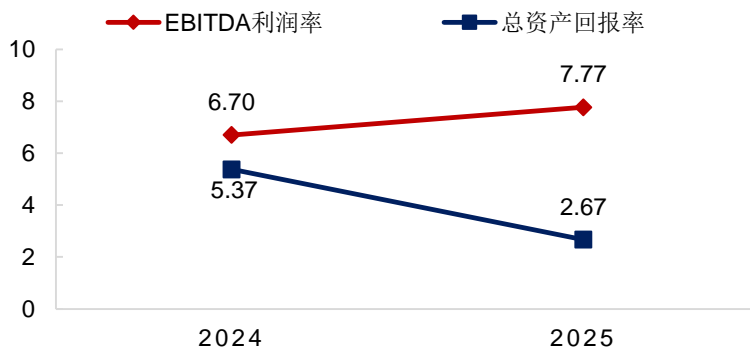
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

受搬迁收益抬升基数影响，2025年公司归母净利润同比回落，但扣非净利润实现增长。营业收入方面，2025年受益于各主营产品产销量稳步提升，全年实现营业收入28.56亿元，同比增长12.40%；毛利率方面，虽然细分产品呈现结构性分化，但总体维持平稳。从费用端来看，2025年公司持续加大研发投入、市场拓展力度，叠加烟台基地产能建设及存量贷款产生的利息支出增加，整体期间费用有所上升，一定程度压制了当期账面盈利水平；2024年公司确认大额厂区搬迁处置收益，大幅抬高当期净利润基数，2025年无同类大额一次性收益，非经常性损益回归常态化的政府补助及零星资产损益。受上年高基数扰动，2025年公司归母净利润同比有所下滑，总资产回报率亦有下滑，但剔除一次性损益影响后，扣非净利润实现同比增长。2026年一季度公司营收8.19亿元，同比增长35.76%，主要系烟台富利功能基膜产能放量、标签与广告材料出货规模提升；归母净利润1,883.55万元，同比下滑46.00%，呈增收不增利态势，利润承压源于市场价格战压缩毛利，叠加销售扩张后应收账款增加，信用减值损失同比提升，进一步侵蚀了利润。

盈利趋势波动性方面，考虑到行业内企业竞争激烈，主要原材料属于石油化工领域，价格波动较大且较难预测，易对公司盈利水平造成较大影响，预计未来公司盈利能力仍将受上述因素影响而存在波动。

图7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

跟踪期内，公司负债规模保持稳定，因增发股票完成，权益规模大幅增加，杠杆水平显著下降。2026年3月末，公司总债务15.80亿元，占总负债的比重接近80%，主要由银行借款、应付票据、应付债

券构成：因转股应付债券余额显著下降，一定程度上减轻了公司的财务负担，截至2026年3月末，本期债券剩余1.02亿元尚未转股，当前最新转股价格为11.07元/股，远低于公司股票市场价格（2026年4月以来均高于30元/股）。经营性负债方面，公司应付账款主要为应付材料采购款，随业务规模及付款政策而有所波动。

表10公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	5.13	25.94%	4.99	25.17%	4.62	23.07%
应付票据	3.58	18.10%	4.00	20.19%	2.76	13.78%
应付账款	2.54	12.83%	2.25	11.36%	2.74	13.69%
一年内到期的非流动负债	2.74	13.88%	2.70	13.59%	1.85	9.25%
流动负债合计	15.35	77.66%	15.56	78.46%	13.76	68.75%
长期借款	3.34	16.88%	3.21	16.20%	4.35	21.71%
应付债券	0.99	4.98%	0.97	4.90%	1.81	9.02%
非流动负债合计	4.42	22.34%	4.27	21.54%	6.25	31.25%
负债合计	19.77	100.00%	19.83	100.00%	20.02	100.00%
总债务	15.80	79.92%	15.91	80.22%	15.44	77.16%
其中：短期债务	11.45	72.49%	11.69	73.49%	9.24	59.85%
长期债务	4.35	27.51%	4.22	26.51%	6.20	40.15%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

现金流方面，2025年随着营收规模扩张，公司销售回款同步增加，叠加对供应商结算方式优化，经营性现金流扭转上年的流出态势，实现净流入。

截至2026年3月末，公司资产负债率、总债务/总资本均显著下降，净债务规模亦有所减少；因收到的各项补贴增加带动EBITDA增加，2025年EBITDA利息保障倍数小幅提高。

表11公司现金流及杠杆状况指标

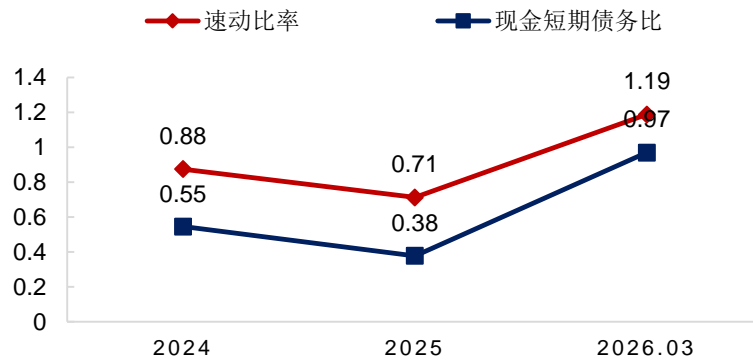
指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.54	2.71	-0.07
FFO（亿元）	--	1.45	0.74
资产负债率	45.61%	54.65%	57.13%
净债务/EBITDA	--	5.54	6.53
EBITDA 利息保障倍数	--	5.73	4.26
总债务/总资本	40.13%	49.15%	50.70%
FFO/净债务	--	11.83%	6.65%
经营活动现金流净额/净债务	-11.06%	22.04%	-0.63%
自由现金流/净债务	-19.53%	-4.18%	-64.06%

资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性方面，2026年一季度，公司定向增发资金顺利到账，货币资金规模增厚，速动比率有所提升，

短期流动性储备显著改善。截至2025年末，公司保有的尚未使用银行授信额度13.24亿元，占其授信总额比重接近50%，间接融资空间较为充足。同时，作为上市公司可依托资本市场开展股权融资。整体来看，公司流动性储备充足，银行信贷与股权融资渠道畅通，融资弹性良好。

图8 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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2023年1月1日至报告查询日（2026年5月7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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月17日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2025年末，公司存在对小微经销商客户的担保余额1,659.90万元，担保规模不大且有反担保措施，但考虑到该类客户抗风险能力整体一般，因此公司仍面临一定的或有负债风险。

七、 本期债券偿还保障分析

公司实际控制人夏厚君为本期债券提供全额无条件不可撤销的保证担保。担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用。保证期间为本期债券的存续期内。

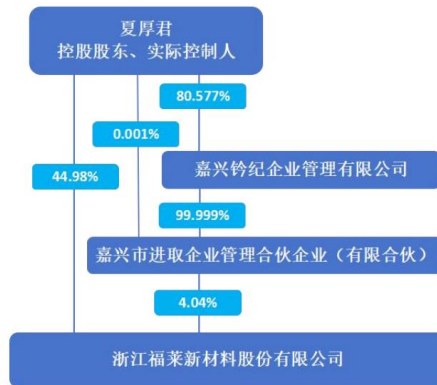
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	8.93	3.58	3.35	5.34
应收账款	5.53	5.14	5.18	3.62
流动资产合计	21.50	14.37	14.61	13.80
固定资产	14.02	14.14	12.34	7.32
在建工程	6.04	5.94	6.44	4.69
非流动资产合计	21.84	21.92	20.43	15.11
资产总计	43.34	36.29	35.04	28.91
短期借款	5.13	4.99	4.62	2.14
应付票据	3.58	4.00	2.76	3.73
应付账款	2.54	2.25	2.74	2.17
一年内到期的非流动负债	2.74	2.70	1.85	0.93
流动负债合计	15.35	15.56	13.76	10.55
长期借款	3.34	3.21	4.35	2.31
应付债券	0.99	0.97	1.81	2.61
非流动负债合计	4.42	4.27	6.25	5.02
负债合计	19.77	19.83	20.02	15.56
总债务	15.80	15.91	15.44	11.79
其中：短期债务	11.45	11.69	9.24	6.80
长期债务	4.35	4.22	6.20	4.99
所有者权益	23.57	16.46	15.02	13.35
营业收入	8.19	28.56	25.41	21.31
营业利润	0.23	0.75	1.49	0.65
净利润	0.19	0.78	1.22	0.69
经营活动产生的现金流量净额	-0.54	2.71	-0.07	0.88
投资活动产生的现金流量净额	-1.02	-1.61	-7.00	-6.03
筹资活动产生的现金流量净额	7.15	-0.57	4.46	5.88
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	2.22	1.70	1.24
FFO（亿元）	--	1.45	0.74	0.54
净债务（亿元）	4.92	12.28	11.11	5.37
销售毛利率	12.60%	13.29%	13.38%	13.44%
EBITDA 利润率	--	7.77%	6.70%	5.82%
总资产回报率	--	2.67%	5.37%	3.41%
资产负债率	45.61%	54.65%	57.13%	53.83%
净债务/EBITDA	--	5.54	6.53	4.33
EBITDA 利息保障倍数	--	5.73	4.26	2.83
总债务/总资本	40.13%	49.15%	50.70%	46.90%

FFO/净债务	--	11.83%	6.65%	10.02%
经营活动现金流净额/净债务	-11.06%	22.04%	-0.63%	16.46%
速动比率	1.19	0.71	0.88	1.12
现金短期债务比	0.97	0.38	0.55	1.03

资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 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 12 月）



资料来源：公司 2025 年年度报告

附录三 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+经调整所有者权益
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

附录四 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