

广州鹿山新材料股份有限公司相 关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【520】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。

广州鹿山新材料股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
鹿山转债	A+	A+

评级观点

本次评级结果是考虑到：广州鹿山新材料股份有限公司（以下简称“鹿山新材”或“公司”，股票代码“603051.SH”）在功能性聚烯烃热熔胶粒领域仍保持竞争优势，其太阳能电池封装胶膜产品下游需求持续增长，且公司重点布局差异化创新产品，2024年公司扭亏，且经营活动现金流出现明显好转，债务压力得到明显缓解，公司在光转胶膜、黑色胶膜等细分领域产品有望持续发展。同时中证鹏元也注意到，光伏行业需求的阶段性波动可能使公司面临周期性经营风险，光伏胶膜行业竞争激烈，公司营业收入规模因经营策略调整、放弃部分低毛利订单而明显下滑，需关注公司业务规模稳定性和盈利持续性；此外，公司供应商集中度较高，应收款项规模较大，对营运资金形成较大占用等风险因素。

评级日期

2025年06月26日

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	25.64	25.25	27.40	24.94
归母所有者权益	15.74	15.60	13.16	13.26
总债务	7.98	7.91	12.03	9.73
营业收入	3.34	20.67	29.51	26.18
净利润	0.14	0.17	-0.86	0.75
经营活动现金流净额	0.22	5.63	-1.55	-6.91
净债务/EBITDA	--	-0.93	109.54	1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	3.10	0.07	6.87
总债务/总资本	33.63%	33.64%	47.76%	42.32%
FFO/净债务	--	-59.42%	-19.66%	44.63%
EBITDA 利润率	--	5.92%	0.10%	5.98%
总资产回报率	--	1.84%	-2.49%	4.89%
速动比率	2.51	2.64	2.23	1.24
现金短期债务比	1.98	2.07	1.68	0.86
销售毛利率	12.08%	10.00%	4.87%	9.90%
资产负债率	38.59%	38.22%	51.99%	46.82%

注：2024年净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负系净债务为负所致，2023年FFO/净债务为负系FFO为负所致。

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：邹火雄
 zouhx@cspengyuan.com

项目组成员：张蓉
 zhangr@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司功能性聚烯烃热熔胶粒产品保持竞争优势，部分产品逐步实现进口替代打造新的增长空间，太阳能电池封装胶膜产品下游需求持续增长，公司重点布局差异化创新产品以提升竞争力。**公司核心产品之一的功能性聚烯烃热熔胶粒下游应用广泛且需求稳健增长，公司为该细分行业龙头，具备一定技术实力和竞争优势，多种产品已逐步实现进口替代；另一核心产品太阳能电池封装胶膜下游光伏组件行业需求仍持续增长，2024 年马来西亚基地已实现投产，公司重点布局与推出差异化创新产品，光转胶膜、黑色胶膜等细分领域产品持续发展。
- **公司债务规模下降，债务压力缓解明显。**随着公司可转债的陆续转股及经营积累，2024 年末公司净资产规模同比攀升 18.57%；2024 年公司经营活动现金流改善明显，期末债务规模大幅缩减，资产负债率同比降低 13.77 个百分点，公司的债务压力得到有效缓解。

关注

- **光伏行业需求阶段性波动或使公司面临一定的周期性经营波动风险，公司面临较大的行业竞争压力。**未来若光伏行业调控政策和需求增速发生不利变化，公司将面临一定的周期性经营波动风险。2024 年，组件与硅料厂商价格博弈情绪加重，组件厂商排产计划较为保守，下游需求不足使太阳能电池封装胶膜行业竞争愈发激烈，且公司太阳能电池封装胶膜产品市场占有率低，面临较大的行业竞争压力。
- **因行业竞争加剧及公司放弃低毛利订单，公司营业收入下滑明显，需关注经营策略调整下公司太阳能电池封装胶膜业务的规模稳定性和盈利持续性。**太阳能电池封装胶膜行业下游需求增速放缓，且行业内企业竞争持续加剧，公司实施战略调整，放弃部分低毛利订单，并聚焦附加值较高的创新产品，业务规模有所收缩，2024 年及 2025 年 1-3 月营业收入分别同比下降 29.96%、39.90%，同时公司 2024 年销售毛利率水平得益于产品结构调整而有所上升但仍处较低水平。
- **公司应收款项仍维持在较大规模，对营运资金形成较大占用。**公司产品销售回款周期较长，2024 年末应收账款、应收票据及应收款项融资占当期期末资产总额的 36.18%，对营运资金占用明显，且公司部分原材料采购款结算账期较短，公司仍面临一定的营运资金压力。此外，公司采购集中度较高，2024 年对前两大供应商的采购金额占比达 45.54%，可能对公司供应链的稳定性产生一定影响。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司功能性聚烯烃热熔胶粒行业龙头地位仍有望保持，且在光伏行业下游需求的支撑下，公司部分太阳能电池封装胶膜创新产品仍具备一定的发展空间。

同业比较（单位：亿元）

指标	福斯特 (603806.SH)	海优新材 (688680.SH)	赛伍技术 (603212.SH)	天洋新材 (60330.SH)	鹿山新材
总资产	212.12	32.25	43.83	26.60	25.25
营业收入	191.47	25.91	30.04	13.19	20.67
净利润	12.89	-5.58	-2.88	-2.08	0.17
销售毛利率	14.74%	-0.44%	4.40%	13.60%	10.00%
资产负债率	21.66%	50.16%	38.80%	41.65%	38.22%

注：以上各指标均为 2024 年/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
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	4/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	4/7		流动性状况	7/7
业务状况评估结果		4/7	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					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
鹿山转债	5.24	2.5491	2024-06-27	2029-03-26

注：表中债务余额为 2025 年 6 月 24 日数据。

一、 债券募集资金使用情况

“鹿山转债”募集资金扣除发行费用后，计划用于太阳能电池封装胶膜扩产项目和补充流动资金。根据公司于2024年12月25日发布的《广州鹿山新材料股份有限公司关于部分募投项目延期的公告》，“鹿山转债”募投项目太阳能电池封装胶膜扩产项目已建成9条太阳能电池封装胶膜生产线，基于市场实际需求变化与公司现有及拟投产产能情况，主动放缓太阳能电池封装胶膜扩产项目剩余投资进度，将项目达到预定可使用状态时间调整至2026年6月。

根据公司于2025年4月公告的《2024年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，截至2024年末，“鹿山转债”募集资金专项账户余额为1,656.73万元，用2.80亿元闲置资金临时补充流动资金。“鹿山转债”转股价格于2024年7月24日下调至22.98元/股，于2024年9月10日因部分限制性股票回购注销而调整为22.93元/股。

二、 发行主体概况

2024年及2025年1-3月，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化，控股股东和实际控制人仍为汪加胜、韩丽娜夫妇，2025年3月末其直接和间接合计控制公司41.24%的股份。随着公司完成限制性股票回购注销及可转债的陆续转股，截至2025年3月末，公司股本增至1.05亿元，注册资本仍为0.93亿元。截至2025年3月末，公司前五大股东均不存在股票质押、标记或冻结情况。

2025年6月，公司原董事唐舫成卸任，由公司副总经理兼董事会秘书唐小军就任公司职工代表董事；原独立董事龚凯颂卸任，并任命吴小满为独立董事。

公司仍主要从事绿色环保高性能功能高分子材料的研发、生产及销售，产品广泛应用于光伏新能源、平板显示、能源管道、复合建材、高阻隔包装等多个领域，是国内领先的高性能热熔粘接材料企业之一。

表1 2024年末/2024年重要子公司主要财务指标（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	经营范围	总资产	净资产	营业收入	净利润
江苏鹿山新材料有限公司	3.00	100.00%	太阳能胶膜研发、生产、销售	13.93	7.99	12.03	-0.38

资料来源：公司提供，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

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，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

热熔粘接材料应用广泛，下游市场稳步扩张推动市场持续上行，但需关注2025年聚烯烃类热熔胶原材料价格波动情况

2024年我国热熔胶产量及市场规模持续增长。热熔胶作为胶粘剂主要种类之一，主要应用于工业制造、卫生用品、包装标签、防水卷材等。我国热熔胶行业在经过早期市场积累和技术沉淀后开始进入高速增长阶段，产业规模不断增长，目前已成为全球热熔胶主要生产地之一。据中国胶粘剂和胶粘带工业协会数据，2024年我国热熔胶总产量达180.10万吨，销售额达319.81亿元，分别同比增长11.45%和5.06%。

图1 中国热熔胶市场规模及增速

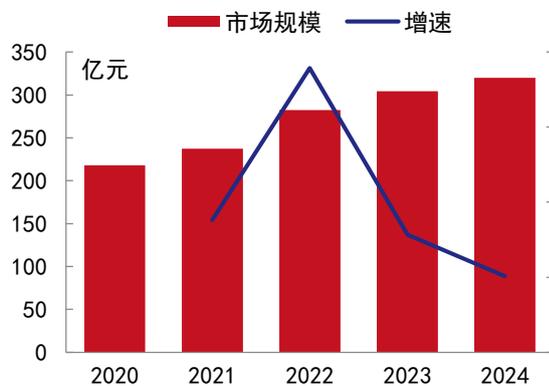
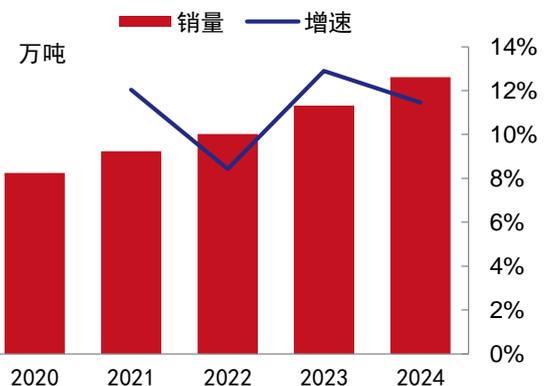


图2 中国热熔胶销量及增速



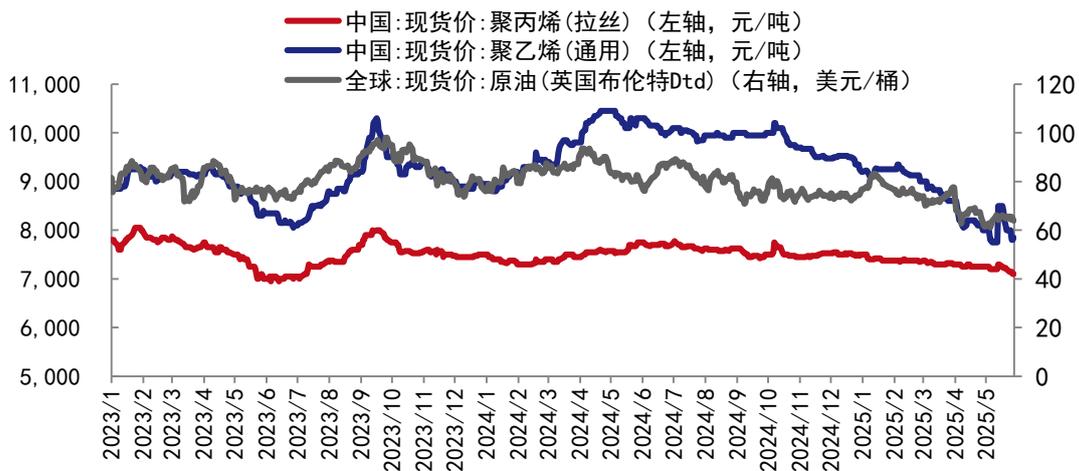
资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中证鹏元整理

资料来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会，中证鹏元整理

热熔胶行业市场份额向规模较大的企业集中或有特色优势企业集中的趋势更加明显，技术研发能力强、产品附加值高、产品系列完善，市场占有率高的行业领先企业的综合竞争优势愈发突出。目前，国内已形成以福斯特、海优新材、天洋新材、康达新材、回天新材、鹿山新材等为代表的企业，借助资本市场优势加快发展，具有一定的研发实力和产能规模，对进口产品形成一定的替代。目前国内主要热熔胶行业企业除生产太阳能电池封装用EVA胶膜外，其他热熔胶产品侧重方向各有不同，分别应用于服装粘合衬剂、鞋与皮革制品、纤维加工、建筑/施工/民用工程、家电、过滤器等多个方向。

2025年以来PE、PP价格呈震荡下行趋势，需关注未来价格走势。2024年，PE、PP市场面临较大的供应压力，全年价格呈波动下降趋势。PE（聚乙烯）和PP（聚丙烯）为生产聚烯烃类热熔胶的主要原材料，两者生产工艺相似且多数情况下两种原料在性质及用途上存在较强的一致性，两者之间价格波动相关性较强，且均表现出与原油价格的一定正相关性。2024年1-4月，PE、PP价格随油价上升而略有增长；6月后受油价震荡下跌及供需失衡压制影响，PE、PP价格整体呈震荡下行趋势；2025年以来在关税政策影响下，PE、PP价格下行更为明显，需关注PE、PP未来价格波动情况。

图3 PE、PP的市场价格与原油价格具有一定的正相关性



资料来源：Wind，中证鹏元整理

伴随全球光伏新增装机量增长，胶膜全球市场需求仍具有成长空间，但行业整体增速预计将放缓；2024年以来，硅料及胶膜上游粒子价格持续震荡下行，下游组件厂商成本压力亦向上游传导，各类胶膜产品价格中枢持续下行，胶膜企业盈利能力持续下滑

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

伴随多晶硅生产企业硅料新增产能集中释放，近年光伏级多晶硅价格中枢持续下行，且价格波动较剧烈。组件与硅料厂商价格博弈情绪加重，硅料快速下行阶段组件厂商普遍持观望态度，组件排产较弱，

胶膜需求持续受到压制。2025年一季度各硅料企业减产降负荷，国内多晶硅企业平均开工率降至历史最低水平40%以下，但仍继续呈现“三低一高”的运行状态，即市场价格及供需保持低位，库存维持高位；2025年二季度市场供需维持平衡。

图4 2024年以来光伏级多晶硅价格中枢持续下行至低位（单位：美元/千克）

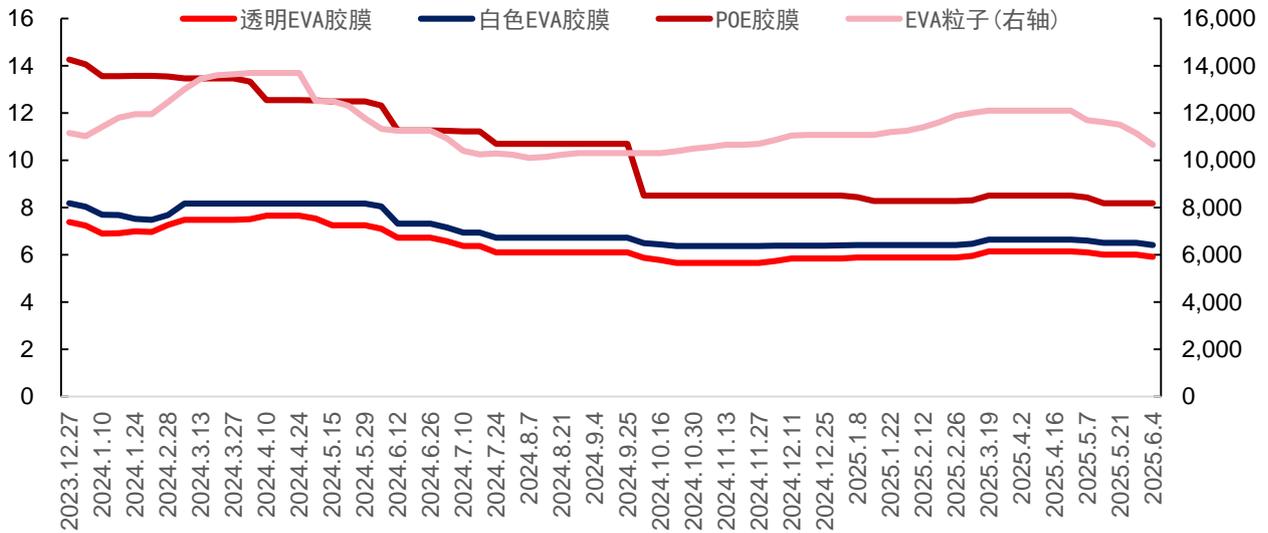


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

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

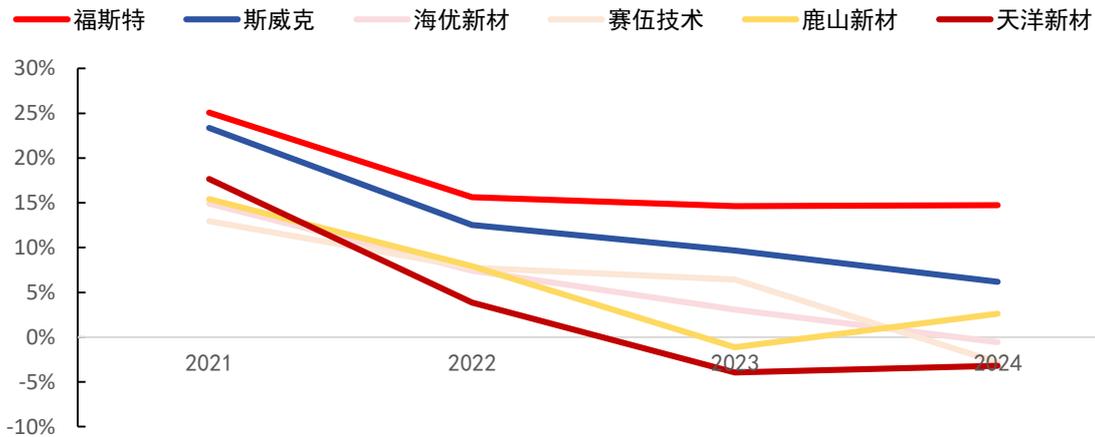
近年来原材料价格大幅波动，胶膜企业对客户普遍采用月度报价的模式，胶膜行业的销售模式一般能够保障成本的及时传导，但光伏级多晶硅价格持续波动下行，胶膜下游市场需求持续受到压制，市场竞争加剧，胶膜行业基于材料成本及合理利润率制定的销售价格无法顺利向下游客户传导，企业盈利普遍受到较大冲击。胶膜行业生产经营模式导致胶膜厂商需要提前备货，以应对客户产品及时交付要求，因此行业普遍维持较高库存金额。受上游粒子厂商产能陆续释放、下游客户月度排产大幅波动、产业链上下游价格博弈等多重因素影响，2024年以来EVA粒子价格仍呈现较大波动性，整体呈震荡下行趋势。粒子及胶膜价格短期内大幅下跌，胶膜企业将面临较大存货跌价风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

图5 2024年以来胶膜价格中枢持续下行，EVA粒子价格低位震荡下行（单位：元/平方米，元/吨）



资料来源：索比光伏网辅材周报价数据，中证鹏元整理

图6 主要上市公司近年胶膜业务毛利率情况



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

资料来源：各公司年报，中证鹏元整理

胶膜行业集中度高，但近年行业新进入厂商较多，且产能扩张较快，行业竞争加剧；双面组件及N型组件需求扩张，带动POE胶膜（单层或共挤）市占率提升，2024年EPE共挤型胶膜市场份额持续提升，逐步成为行业主流产品

胶膜的全球市场供应基本被国内厂商所替代，行业已形成以福斯特为龙头，斯威克、百佳年代、海优新材为第二梯队、祥邦科技、赛伍技术、鹿山新材等为二、三线梯队“一超多强”的市场竞争格局。相比光伏产业链其他行业，胶膜主要为轻资产经营模式，新进入者可借助资本市场资金支持进入行业并

快速扩充产能，近年行业新进入厂商较多，且产能扩张较快，行业竞争加剧，二、三梯队厂商市场份额波动加大。

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

四、 经营与竞争

公司主要产品仍是功能性聚烯烃热熔胶粒、热熔胶膜等，2024年公司因热熔胶膜市场竞争加剧、行业盈利空间进一步收窄而提出放弃部分低毛利产品，主动收缩业务并聚焦提高经营质量，且考虑账款回收周期问题而主动放弃部分复合建材热熔胶订单，功能性聚烯烃热熔胶粒、热熔胶膜收入分别同比下滑16.08%、35.22%，导致整体营业收入同比下降29.96%；2025年1-3月营业收入同比下降39.90%。毛利率方面，2024年公司重点布局热熔胶膜差异化创新产品，产品结构的调整使热熔胶膜业务毛利率同比提升3.73个百分点；毛利率较低的复合建材热熔胶销量占比下降，功能性聚烯烃热熔胶粒业务毛利率同比上升4.77个百分点；综合影响下，2024年公司销售毛利率同比增长5.13个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
热熔胶膜	1.14	34.21%	-2.32%	11.86	57.41%	2.62%	18.31	62.07%	-1.11%
功能性聚烯烃热熔胶粒	2.02	60.37%	20.65%	8.17	39.55%	21.44%	9.74	33.01%	16.67%
功能性新材料业务	0.07	2.05%	16.05%	0.09	0.44%	46.21%	0.88	2.97%	-3.46%
其他（苯乙烯共聚物热熔胶、聚氨酯热熔胶等）	0.10	3.14%	5.35%	0.36	1.74%	2.72%	0.53	1.79%	5.06%
其他业务	0.008	0.24%	-36.87%	0.18	0.86%	-27.25%	0.05	0.16%	43.26%
合计	3.34	100.00%	12.08%	20.67	100.00%	10.00%	29.51	100.00%	4.87%

注：尾差系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因行业竞争加剧，2024年公司通过调整经营策略，减少部分低毛利产品订单并聚焦差异化产品，产量和产能利用率下滑；受市场环境的影响，公司终止及延期部分在建项目，短期资本开支压力缓解，但需关注现有产能利用率的变动情况

受市场竞争激烈影响，公司调整经营策略，减少生产低毛利产品，2024年产能利用率下滑明显。跟踪期内，公司生产模式未发生较大变化，2024年公司马来西亚工厂正式投产，自此，公司拥有广州总部、江苏常州、江苏盐城、广州永和、马来西亚共5个生产基地。2024年，公司拥有功能性聚烯烃热熔胶粒产能约12万吨/年、太阳能电池封装胶膜产能约4亿平方米/年。产能利用率方面，因热熔胶膜市场竞争加剧，公司调整经营策略，聚焦利润率较高、回款安全性较高的订单，放弃部分毛利率较低的产品订单，2024年功能性聚烯烃热熔胶粒、热熔胶膜产能利用率均出现下滑，分别同比下滑20.82个百分点、26.26个百分点，需关注公司经营策略对未来产能利用率的影响。产销率方面，2024年公司功能性聚烯烃热熔胶粒、太阳能封装胶膜产销率均维持在较高水平，均高于98%。

表3 公司主要产品产销、产能利用率情况

领域	项目	2025年1-3月	2024年	2023年
功能性聚烯烃热熔胶粒	自有年产能（吨）	116,200	116,200	106,536
	产量（吨）	18,449.14	63,505.61	80,200.22
	自有产量（吨）	18,337.57	63,052.46	79,990.93
	产能利用率（自有产量/自有产能）	63.12%	54.26%	75.08%
	销量（吨）	16,222.64	62,750.65	81,782.81
	产销率	87.93%	98.81%	101.97%
太阳能电池封装胶膜	年产能（万平方米）	39,726	39,726	30,020
	产量（万平方米）	1,971.15	18,333.69	21,738.96
	产能利用率	19.85%	46.15%	72.41%
	销量（万平方米）	1,883.57	18,321.72	21,675.62
	产销率	95.56%	99.94%	99.71%
热塑型光学透明胶膜	年产能（万平方米）	374	374	100
	产量（万平方米）	17.35	83.70	74.15
	产能利用率	18.56%	22.38%	74.15%
	销量（万平方米）	16.08	68.11	67.30
	产销率	92.70%	81.37%	90.77%

注：表中年产能为设计产能。

资料来源：公司提供

受市场环境影 响，公司终止及延期部分在建项目，短期内资本开支压力不大，且无大量新增产能。公司主要在建项目为太阳能电池封装胶膜扩产项目、研发中心建设项目等，其中研发中心建设项目为IPO募投项目，拟全部使用IPO募集资金；太阳能电池封装胶膜扩产项目为“鹿山转债”募投项目，计划总投资4.58亿元，拟使用募集资金总额3.59亿元，公司已公告拟将项目达到预定可使用状态时间调整至2026年6月。公司主要在建项目计划总投资5.04亿元，截至2025年3月末已投资0.68亿元，太阳能电池封装胶膜扩产项目预计2025年无大额新增投入，公司资本开支压力不大。

表4 截至 2025 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	拟投入募集资金	已投资	尚需投资	拟完工时间
太阳能电池封装胶膜扩产项目	4.58	3.59	0.57	4.01	2026 年 6 月
研发中心建设项目	0.46	0.46	0.11	0.35	2026 年 6 月
合计	5.04	4.05	0.68	4.36	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品价格受市场供需格局及产品结构影响较大，2024年功能性聚烯烃热熔胶粒产品价格因产品结构调整而整体有所上升，太阳能电池封装胶膜产品价格则因市场竞争加剧而明显下滑，需关注公司产品价格及盈利能力变动情况

从产品均价整体走势来看，功能性聚烯烃热熔胶粒三类产品中油气管道防腐热熔胶、高阻隔包装热熔胶价格随原材料价格降低而下滑，而复合建材热熔胶价格因高价产品销量占比提升而上升，综合来看，2024年功能性聚烯烃热熔胶粒产品价格上升，且业务毛利率有所增长。2024年，太阳能电池封装胶膜产品单价受光伏行业增速放缓、胶膜行业竞争加剧及主要原材料EVA树脂价格震荡下行等因素影响而持续下降，但公司积极布局差异化创新产品，光转胶膜、普通胶膜和高反射黑色胶膜等附加值较高的创新产品已实现批量供应，2024年公司太阳能电池封装胶膜业务毛利率增加至2.62%，在太阳能电池封装胶膜行业中毛利率水平仅次于福斯特和斯威克，但仍处于较低水平；2025年1-3月太阳能电池封装胶膜业务毛利率则受原材料价格上升又下降至-2.32%，需关注公司获取订单品类及业务盈利情况。

表5 公司主要产品销量、销售单价情况（单位：吨、元/千克；万平方米、元/平方米）

项目	2025 年 1-3 月		2024 年		2023 年		
	销量	单价	销量	单价	销量	单价	
功能性聚烯烃热熔胶粒	复合建材热熔胶	8,947.97	12.82	38,126.28	13.32	55,165.23	11.51
	油气管道防腐热熔胶	3,574.82	10.40	11,202.55	11.09	15,608.33	11.29
	高阻隔包装热熔胶	3,699.86	13.46	13,421.82	13.81	11,009.25	14.79
热熔胶膜	太阳能电池封装胶膜	1,883.57	5.86	18,321.72	6.39	21,675.62	8.36
	热塑型光学透明胶膜	16.08	23.80	68.11	23.90	67.30	27.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司客户集中度稍有提升，前五大客户销售金额占当期营业收入的比重为34.33%，较2023年提升了4.23个百分点。前五大客户全部为光伏组件厂商，功能性聚烯烃热熔胶粒业务客户则较为分散。

公司主要原材料EVA、POE价格下降明显，供应商集中度仍较高，需持续关注EVA、POE价格走势及公司备货节奏对其采购成本的影响

原材料价格波动对公司产品成本影响很大。公司生产所需的主要原材料为EVA、PE、POE、PP等，其中PP、PE主要为生产功能性聚烯烃热熔胶粒的原材料，EVA、POE为生产太阳能电池封装胶膜的原材料。2024年，随着太阳能电池封装胶膜产量下降及EVA、POE价格的下跌，公司对EVA、POE的采购额有

所下降，合计占原材料总采购额的52.50%。

表6 公司主要原材料采购情况（单位：万元）

项目	2025年1-3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
EVA	7,727.79	25.28%	52,730.77	35.93%	113,254.98	48.82%
PE	11,763.05	38.47%	33,344.08	22.72%	42,698.56	18.40%
POE	2,824.17	9.24%	24,320.66	16.57%	40,190.15	17.32%
PP	640.94	2.10%	1,592.13	1.08%	840.44	0.36%
合计	22,955.95	75.09%	111,987.63	76.30%	196,984.13	84.90%

注：表中合计数为EVA、PE、POE、PP四种主要原材料采购金额之和，此外公司还采购了其他品类原材料。

资料来源：公司提供

2024年核心原材料EVA、POE价格下降明显，需关注价格变动对公司成本的影响。2024年，国内EVA仍处于去库存周期，EVA价格持续震荡下行，采购量随热熔胶膜产量下降而减少34.06%；POE价格随着POE市场供应增加而持续下降，但采购量随EPE胶膜、POE胶膜占比增加而仅同比下降20.74%。2024年，PE、PP价格波动略有分化但波动幅度不大，公司PE、PP采购量随功能性聚烯烃热熔胶粒产品下降而减少。国内大量POE产能即将投产，预计未来核心原材料价格仍会发生较大变化，需持续关注公司原材料价格变动情况及公司备货节奏对成本影响。

表7 公司主要原材料采购单价和数量（单位：万元/吨、万吨）

项目	2025年1-3月		2024年		2023年	
	单价	数量	单价	数量	单价	数量
EVA	0.97	0.80	0.92	5.71	1.31	8.66
PE	0.72	1.62	0.75	4.46	0.73	5.82
POE	1.07	0.26	1.64	1.49	2.13	1.88
PP	0.74	0.09	0.73	0.22	0.77	0.11

资料来源：公司提供

公司与前两大供应商保持良好关系，供应商集中度较高。2024年公司对外采购模式和结算方式未发生重大变化，供应商方面，公司与中国石化集团、江苏斯尔邦石化有限公司等大型石化产品供应商建立良好的合作关系，2024年对上述两家供应商的采购金额占比进一步上升至45.54%，公司前五大供应商采购金额占比亦上升至60.72%。

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年第一季度财务报表。

随着公司业务规模的收缩，总资产规模有所下降，主要集中在应收款项和固定资产，其中应收款项对营运资金形成了较大占用，需持续关注回收情况；2024年公司调整经营策略，减少低利润产品、聚焦创新产品，营业收入有所下降，但毛利率和利润率有所提升，仍需密切关注公司产品结构调整以及行业竞争格局变化对公司盈利能力的影响；此外，2024年公司加强业务回款管控，经营活动现金流显著改善，债务规模随之下降，各项杠杆水平指标有所好转

资本实力与资产质量

随着可转债的逐步转股及经营积累，2024年末及2025年3月末公司所有者权益规模持续增长，同时随着业务规模的收缩公司借款规模下降。综合来看，近年公司产权比率下降明显，所有者权益对总负债的保障程度增强。从所有者权益构成来看，仍以资本公积、未分配利润为主。

图7 公司资本结构

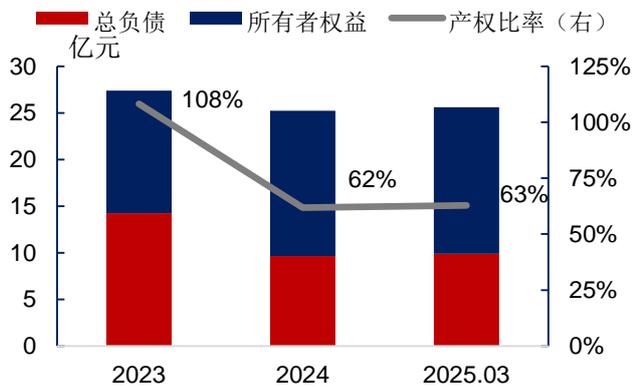
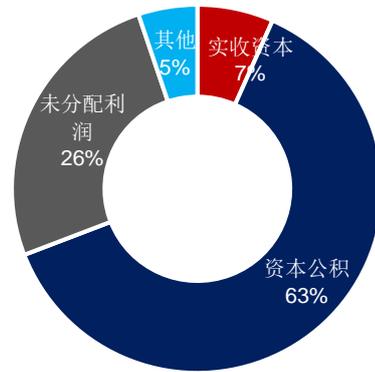


图8 2025年3月末公司所有者权益构成



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

注：上图中资本公积减去了库存股。

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

公司资产以应收款项（应收票据、应收账款和应收款项融资）和固定资产为主。2024年末，随着公司主动收缩业务及选择优质客户、加强业务回款管控等，2024年末应收账款有所下降，其中97%的应收账款账龄在一年以内，2024年末计提应收账款坏账损失0.44亿元；2024年末公司应收票据下滑明显，主要包括银行承兑票据1.80亿元、商业承兑票据0.89亿元，其中已背书或贴现但尚未到期的银行及商业承兑汇票1.31亿元；2024年末应收款项融资规模同样大幅下滑。公司应收款项对象主要为晶澳科技、天合光能等光伏组件厂商，考虑到公司应收账款规模虽有所下降，但规模仍较大，对资金形成较大占用，未来仍需关注公司应收款项的回收情况。

公司固定资产主要系厂房和机器设备，2024年末固定资产规模随着OCA项目工程、马来西亚基地建设项目等逐步转固而有所增加。其他资产方面，2024年末公司货币资金规模增长明显，2025年3月末则有所下降。2024年末公司存货下降，主要系公司产量下降及原材料产品价格下跌所致。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

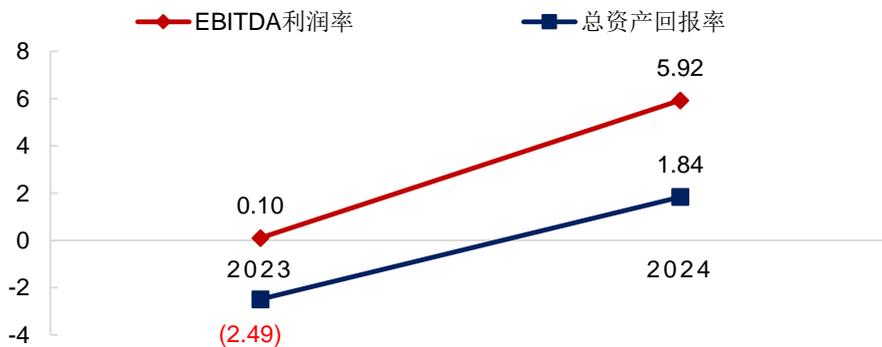
项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.62	18.03%	6.58	26.05%	3.02	11.00%
应收票据	1.82	7.10%	2.64	10.47%	4.08	14.88%
应收账款	5.50	21.46%	6.01	23.81%	6.93	25.29%
应收款项融资	0.81	3.17%	0.48	1.90%	2.50	9.11%
存货	2.86	11.17%	2.15	8.53%	3.68	13.44%
流动资产合计	19.01	74.15%	18.43	72.99%	20.73	75.66%
固定资产	5.40	21.07%	5.61	22.21%	4.95	18.06%
在建工程	0.04	0.14%	0.02	0.06%	0.62	2.28%
非流动资产合计	6.63	25.85%	6.82	27.01%	6.67	24.34%
资产总计	25.64	100.00%	25.25	100.00%	27.40	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年公司实施战略调整，优化资源配置，聚焦附加值较高的创新产品，以提升运营收益，这一调整导致公司业务规模有所缩减，叠加热熔胶膜产品价格下降的影响，公司营业收入同比下降29.96%，但运营质量的提升使公司毛利率水平同比增长了5.13个百分点，EBITDA利润率和总资产回报率也均有所提升。2025年1-3月，公司热熔胶膜产品毛利率因EVA、POE原材料价格反弹而有所下滑，同时该产品销量继续下降，功能性聚烯烃热熔胶粒的收入和毛利率保持相对稳定，推动公司销售毛利率小幅上升至12.08%。仍需密切关注原材料采购成本、热熔胶膜产品结构以及行业竞争格局的变化等因素对公司收入和盈利能力带来的不利影响。

图9 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

公司聚焦经营质量，强化回款风险管控，2024年经营活动现金流改善明显，公司债务规模随之下降，各项杠杆水平指标有所好转

随着可转债逐步转股以及下游客户回款情况的持续改善，公司日常经营的对外融资需求降低，2024年末公司总债务有所下降。从债务类型来看，2024年末公司债务主要包括银行借款和应付债券，占公司刚性债务的比重分别为38.48%、28.86%。2024年末银行借款规模有所下降，主要包括短期借款1.89亿元、长期借款0.91亿元和一年内到期的长期借款0.24亿元，短期借款主要用于满足原材料采购和日常经营周转资金需求，长期借款用于采购原材料和项目建设。公司应付债券即“鹿山转债”，随债券持有人行使转股权而大幅下降。其他负债方面，2024年末应付票据规模大幅上升主要系对供应商的应付票据增加，应付账款规模略有所下降。2024年末其他流动负债规模下降明显，主要系期末已背书未到期的票据。

表9 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	2.01	20.35%	1.89	19.56%	3.38	23.73%
应付票据	2.04	20.59%	1.58	16.39%	0.48	3.37%
应付账款	1.41	14.24%	1.02	10.60%	1.09	7.62%
一年内到期的非流动负债	0.16	1.59%	0.31	3.25%	0.53	3.74%
其他流动负债	0.55	5.59%	0.89	9.18%	1.34	9.42%
流动负债合计	6.44	65.09%	6.16	63.81%	7.66	53.77%
长期借款	0.88	8.93%	0.91	9.47%	1.83	12.84%
应付债券	2.29	23.18%	2.27	23.53%	4.48	31.42%
非流动负债合计	3.45	34.91%	3.49	36.19%	6.59	46.23%
负债合计	9.89	100.00%	9.65	100.00%	14.25	100.00%
总债务	7.98	80.64%	7.91	81.96%	12.03	84.41%
其中：短期债务	4.76	59.61%	4.66	58.96%	5.70	47.43%
长期债务	3.22	40.39%	3.25	41.04%	6.32	52.57%

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

公司太阳能电池封装胶膜客户支付账期较长，且普遍采用票据作为主要结算手段，产品销售回款周期相对较长，2024年公司收入规模同比收缩明显，期间收回2023年货款，综合影响，经营活动现金流净额及FFO表现出明显好转。随着公司债务规模的降低，2024年末总债务/总资本有所下降，净债务/EBITDA、FFO/净债务由于净债务为负均表现为负值。

表10 公司现金流及杠杆状况指标

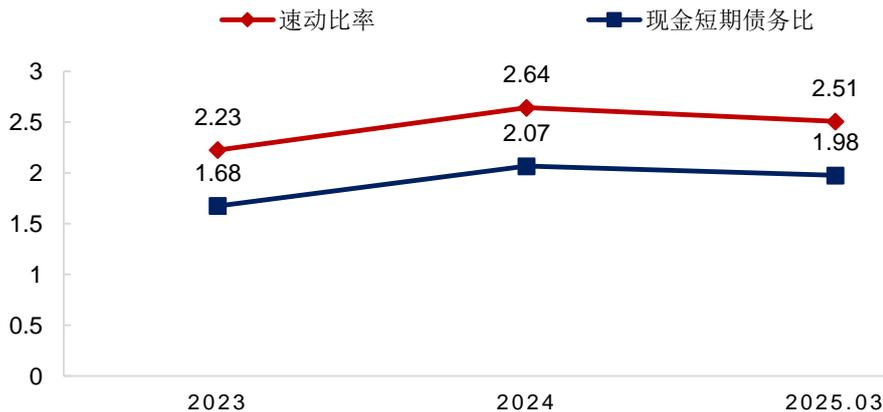
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.22	5.63	-1.55
FFO（亿元）	--	0.68	-0.66

资产负债率	38.59%	38.22%	51.99%
净债务/EBITDA	--	-0.93	109.54
EBITDA 利息保障倍数	--	3.10	0.07
总债务/总资本	33.63%	33.64%	47.76%
FFO/净债务	--	-59.42%	-19.66%
经营活动现金流净额/净债务	-16.25%	-491.64%	-46.31%
自由现金流/净债务	-12.90%	-446.18%	-109.24%

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，随着公司短期借款的减少，2024年末公司速动比率和现金短期债务比均有所上升；2025年3月末，公司速动比率和现金短期债务比随货币资金规模下降而略有下滑。公司作为上市公司，资本市场融资渠道通畅，2025年3月末公司尚未使用的银行授信额度为23.15亿元，能够获得一定的流动性支持。

图10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（报告查询日：2025年5月9日）、子公司江苏鹿山新材料有限公司（报告查询日：2025年4月2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2025年6月11日，中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

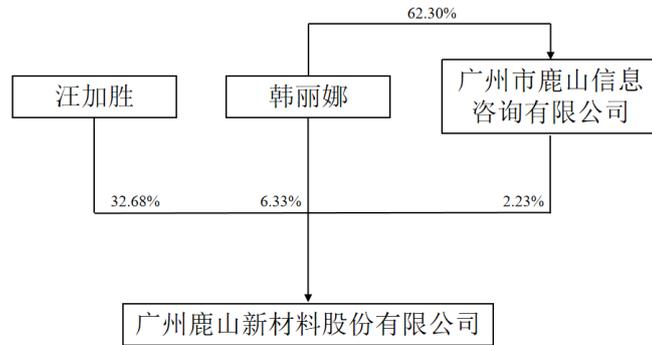
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	4.62	6.58	3.02	2.16
应收账款	5.50	6.01	6.93	4.51
存货	2.86	2.15	3.68	6.27
流动资产合计	19.01	18.43	20.73	19.80
固定资产	5.40	5.61	4.95	3.87
非流动资产合计	6.63	6.82	6.67	5.13
资产总计	25.64	25.25	27.40	24.94
短期借款	2.01	1.89	3.38	5.05
应付票据	2.04	1.58	0.48	1.40
应付账款	1.41	1.02	1.09	0.84
一年内到期的非流动负债	0.16	0.31	0.53	0.11
流动负债合计	6.44	6.16	7.66	10.89
长期借款	0.88	0.91	1.83	0.48
应付债券	2.29	2.27	4.48	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	3.45	3.49	6.59	0.78
负债合计	9.89	9.65	14.25	11.67
总债务	7.98	7.91	12.03	9.73
其中：短期债务	4.76	4.66	5.70	9.25
长期债务	3.22	3.25	6.32	0.48
所有者权益	15.74	15.60	13.16	13.26
营业收入	3.34	20.67	29.51	26.18
营业利润	0.17	0.09	-1.04	0.71
净利润	0.14	0.17	-0.86	0.75
经营活动产生的现金流量净额	0.22	5.63	-1.55	-6.91
投资活动产生的现金流量净额	-2.54	-0.47	-2.09	-1.40
筹资活动产生的现金流量净额	0.21	-1.84	4.73	8.16
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	1.22	0.03	1.56
FFO（亿元）	--	0.68	-0.66	1.10
净债务（亿元）	-1.33	-1.14	3.34	2.47
销售毛利率	12.08%	10.00%	4.87%	9.90%
EBITDA 利润率	--	5.92%	0.10%	5.98%
总资产回报率	--	1.84%	-2.49%	4.89%
资产负债率	38.59%	38.22%	51.99%	46.82%
净债务/EBITDA	--	-0.93	109.54	1.58

EBITDA 利息保障倍数	--	3.10	0.07	6.87
总债务/总资本	33.63%	33.64%	47.76%	42.32%
FFO/净债务	--	-59.42%	-19.66%	44.63%
经营活动现金流净额/净债务	-16.25%	-491.64%	-46.31%	-280.43%
速动比率	2.51	2.64	2.23	1.24
现金短期债务比	1.98	2.07	1.68	0.86

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 2025 年第一季度报告，中证鹏元整理

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+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