



内部编号: 2025050035

浙江华正新材料股份有限公司

公开发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

项目负责人: 熊桦  xh@shxsj.com
项目组成员: 嵇敏珍  jiminzhen@shxsj.com
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2025) 100012】

评级对象：浙江华正新材料股份有限公司公开发行的可转换公司债券

华正转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA-/稳定/AA-/2025 年 5 月 16 日

前次跟踪：AA-/稳定/AA-/2024 年 6 月 13 日

首次评级：AA-/稳定/AA-/2021 年 4 月 16 日



跟踪评级观点

主要优势：

- 主导产品市场空间较大。华正新材覆铜板等主导产品下游应用领域广泛，随着我国电子信息制造业的不断发展，叠加国产化替代需求，市场空间较大。跟踪期内，在人工智能、AI 服务器、新能源汽车等终端应用领域快速发展的推动下，覆铜板行业景气度有所回升。
- 经营规模继续扩大，产能释放情况良好。华正新材覆铜板业务已具有一定的市场竞争力，在内资企业中行业排名靠前。跟踪期内，在下游市场需求改善及“年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目”产能扩大的带动影响下，公司产能总体释放情况良好，覆铜板产销量保持增长。
- 担保增信。控股股东华立集团股份有限公司（简称“华立集团”）为华正转债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，增强了债券偿付保障。

主要风险：

- 主业盈利改善压力。跟踪期内，华正新材覆铜板业务盈利同比提升，但受铝塑膜业务毛利倒挂，且计提较多资产减值影响，公司 2024 年仍发生亏损。关注公司后续主业盈利改善情况。
- 财务杠杆升至较高水平，且债务结构偏短期。跟踪期内，华正新材债务规模继续扩大，加之受亏损影响，公司负债经营程度进一步升至较高水平，且债务期限结构偏短期，即期偿债压力较大。
- 技术研发及产品升级压力较大。华正新材持续优化产品结构，加强高等级覆铜板等新产品的技术研发，公司持续面临较大的研发投入压力，产品升级及新产品推广压力。
- 原材料价格波动风险。原材料在华正新材主业成本中占比较大，且价格易存在波动，公司相应面临一定原材料价格波动风险。

跟踪评级结论

通过对华正新材及其发行的华正转债主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA-，评级展望稳定，并维持华正转债 AA+信用等级。

未来展望

本评级机构预计华正新材信用质量在未来 12 个月持稳，遇下列情形，或将导致公司主体信用等级或/及其评级展望被下调：

- ① 公司盈利水平难以改善，亏损进一步扩大；
- ② 公司权益资本继续大幅削弱；债务规模及财务杠杆进一步大幅攀升；
- ③ 公司重要客户的支付能力显著恶化并给公司造成大额信用减值损失。

遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 公司主业竞争力、经营业绩和现金流状况显著提升；
- ② 公司权益资本实力显著增强，债务规模得以压降且财务杠杆降至合理水平。

主要财务数据及指标

项目	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	3.34	3.09	1.70	1.90
刚性债务 (亿元)	14.55	15.86	13.64	15.47
所有者权益 (亿元)	13.66	13.68	13.82	13.79
经营性现金净流入量 (亿元)	2.88	-0.80	-0.41	-2.74
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	56.40	57.92	61.13	64.52
总负债 (亿元)	39.43	42.26	46.15	49.37
刚性债务 (亿元)	28.98	32.52	32.46	33.95
所有者权益 (亿元)	16.97	15.66	14.97	15.16
营业收入 (亿元)	32.86	33.62	38.65	10.30
净利润 (亿元)	0.41	-1.20	-0.97	0.19
经营性现金净流入量 (亿元)	3.88	2.44	1.69	-2.14
EBITDA (亿元)	1.70	0.70	1.63	—
资产负债率[%]	69.91	72.96	75.51	76.51
权益资本与刚性债务比率[%]	58.56	48.17	46.13	44.65
流动比率[%]	99.78	95.51	89.77	92.98
现金比率[%]	32.81	27.77	21.81	27.62
利息保障倍数[倍]	0.71	-1.46	-0.43	—
净资产收益率[%]	2.41	-7.38	-6.35	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.86	8.71	5.55	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.79	-4.11	-1.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.25	0.99	2.12	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.02	0.05	—
担保人合并口径数据及指标:				
	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
所有者权益 (亿元)	91.09	73.75	80.54	83.08
权益资本与刚性债务比率[%]	92.27	80.21	105.00	103.48
担保比率[%]	—	—	—	—

注: 根据发行人华正新材经审计的 2022-2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据、担保方华立集团经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型 (电子信息制造业) FM-GS006 (2022.12)

评级要素			结果
个体信用	业务风险		4
	财务风险		5
	初始信用级别		a
	调整因素	合计调整（子级数量）	↑ 1
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	↑ 1
个体信用级别		a ⁺	
外部支持	支持因素	↑ 1	
主体信用级别			AA ⁺

调整因素: (↑1)

因杭州市余杭区城市发展和规划建设需要, 杭州市余杭区人民政府余杭街道办事处拟对该公司坐落于杭州市余杭区余杭街道华一路 2 号的部分土地、房屋实施搬迁, 总计补偿补助金额为 3.01 亿元。截至 2025 年 3 月末, 公司已按照协议收到 50%补偿款, 该事项

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（电子信息制造行业）FM-GS006（2022.12）

评级要素	结果
待完成后预计能够为公司带来较多一次性收益，增厚当期利润。	

支持因素：（↑1）

该公司控股股东华立集团的综合实力较强，信用质量较好（AA+/稳定[新世纪评级/2024 年 8 月]）。华立集团在融资等方面能对公司提供一定支持。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（电子信息制造行业）FM-GS006（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26743&mid=4&listype=1
《超常规调节与全面扩内需经济增速将迎阶段性企稳——2024 年中国宏观经济分析与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32631&mid=5&listype=1
《技术硬件与设备行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32733&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照浙江华正新材料股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称“华正转债”或“可转债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据浙江华正新材料股份有限公司（简称“华正新材”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2024 年财务数据、未经审计的 2025 年一季度财务数据及相关经营数据，对华正新材的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会证监许可[2021]2508 号文核准，该公司于 2022 年 1 月 24 日公开发行 5.70 亿元可转换公司债券，期限为 6 年；票面利率设定为：第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 0.60%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。公司本次可转债转股期自 2022 年 7 月 28 日起，截至 2025 年 3 月末累计 6.70 万元“华正转债”已转股，尚未转股金额为 56,993.30 万元。本次可转债初始转股价格为 39.09 元/股，最新转股价格为 38.51 元/股。

该公司本次可转债募集资金扣除发行费用后用于“年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目”及补充流动资金，已按照相关规定支取使用完毕，相关募集资金专户已注销。

图表 1. 公司可转债募集资金用途概况

项目名称	计划总投资（亿元）	使用募集资金（亿元）
年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目	20.49	4.00
补充流动资金	--	1.70
合计	20.49	5.70

资料来源：华正新材

2023 年，募投项目珠海华正¹“年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目”（一期）按计划实现投产，2024 年项目（二期）第一批设备投入生产²。跟踪期内，随着项目一二期已投产部分产能持续爬坡，项目盈利能力同比有所提升。2024 年珠海华正实现营业收入 13.75 亿元，同比增加 4.54 亿元；净利润 0.17 亿元，同比增加 0.47 亿元。

截至本评级报告日，该公司无其它存续期债券。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2024 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2023 年修订）的披露规定编制财务报表。公司 2025 年第一季度财务报表未经审计。公司跟踪期合并范围无重大变动。

2. 业务

该公司主业以覆铜板为核心，同时还从事复合材料、膜材料等业务。公司覆铜板主业较为突出，下游应用领域较

¹ 为公司全资子公司珠海华正新材料有限公司。珠海华正成立于 2020 年，于 2022 年 12 月 22 日被认定为高新技术企业，证书编号：GR202244014948，资格有效期 3 年。

² 截至 2025 年 3 月末，项目一二期已合计完成投资 14.11 亿元，后续投资主要为设备投入，将视公司经营及市场发展情况推进。

广，已形成一定的市场竞争力。跟踪期内，随着覆铜板行业景气度改善，以及珠海生产基地新建产能爬坡，公司覆铜板业务产销规模进一步扩大，产能总体释放情况良好，加之产品结构调整，业务毛利率及整体盈利水平有所回升。但同时，铝塑膜新产品方面，“年产 3600 万平方米铝塑膜临安青山湖基地项目”2023 年投产以来，受行业竞争、市场推广开拓不及预期等因素影响，生产线产能利用率远低于设计水平，2024 年对其计提较多减值准备，致使公司当年净利润仍呈现亏损状态。公司主业经营持续面临较大的技术研发投入和产品升级压力，以及新产品市场推广压力。需关注公司后期业绩持续改善情况，以及原材料价格波动带来的成本控制压力。

（1）外部环境

宏观因素

2024 年，全球经济增长动能偏弱，通胀压力有所缓解，全球贸易维持正增长。除日本央行外，主要央行均已降息，美联储降息节奏变化及相对较强的美国经济推高美元，非美货币普遍承压，金融市场波动率上升，发展中国家的债务脆弱性加剧。人工智能等新技术提升生产率，而全球经贸环境恶化风险明显上升，供应链区域化重构加深，我国面临的外部环境更加复杂不利。

我国经济增长压力大的同时结构有所优化，价格水平疲弱，微观主体对经济的“体感”不佳。高技术产业快速增长，而房地产和基建投资表现较弱，收入就业压力和资产缩水制约居民消费意愿。我国面临转型升级过程中经济增速趋势性下行的压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望阶段性维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《超常规调节与全面扩内需经济增速将迎阶段性企稳——2024 年中国宏观经济分析与 2025 年展望》。

行业因素

技术硬件与设备行业的发展与宏观经济景气度关联较为密切，2023 年第四季度以来，全球经济景气度有所好转但增长动力不强，我国则面临有效需求不足、市场预期偏弱等问题，技术硬件与设备行业仍面临一定压力，但受益于补库周期、AI 技术及产品的推动，行业整体情况有所好转。技术硬件与设备行业具有资本和技术壁垒高的基本特征，且呈现全球化市场竞争格局，主要产品的厂商参与全球竞争且已在各自领域形成了相对稳定的竞争格局。我国企业在通信系统设备、手机、服务器、电脑、显示器等主要产品组装制造领域均已具备一定的竞争力与排名，且拥有产业链完整度高，国内市场容量大等优势。但中短期内仍面临着核心设备与关键元器件受制于人等问题。政策方面，我国持续出台多项政策支持电子信息制造业的发展，而作为电子信息制造业的重要子行业，技术硬件与设备行业同样面临较好的政策环境。

展望 2025 年，随着国内经济进一步转型升级与优化提升，在数字经济建设推动下，人工智能、物联网、云计算等的发展等将继续推动我国技术硬件与设备行业回暖，但在全球经济增长动能不足、国内有效需求偏弱背景下，行业运行仍面临一定压力，预计行业景气度或在不断波动中缓慢上升。具体到各细分分子行业及产品有所不同。具体来说，在数字经济建设推动下，随着 AI、物联网等迅速发展，与此紧密相关的通信设备行业仍面临较好的发展机遇，但短期内光纤光缆等传统子行业仍面临压力，而与 AI、算力等关联度较大的高性能网络设备交换机、光模块等的增长趋势向好；手机及笔记本电脑已出现不同程度的复苏迹象，我国亦推出电子消费品以旧换新等政策给予支持，但消费者信心的提振仍需过程，预计未来 AI 手机、AI 电脑等新兴产品或表现出相对较强的增长势头，而其他传统消费电子产品增长仍面临压力；上游的电子设备、仪器和元件行业涉及的产品及应用领域较多，预计与算力、AI、物联网等紧密度较高的细分行业景气度将优于传统子行业/产品。

详见：《技术硬件与设备行业 2024 年信用回顾与 2025 年展望》

技术硬件与设备行业细分领域较多，该公司核心主业为覆铜板的设计研发、生产及销售。覆铜板主要用于制作印制电路板（简称“PCB”），起互连导通、绝缘和支撑作用。而 PCB 作为重要的电子部件，是电子元器件的支撑体和相互连接的载体，被广泛应用于消费电子、计算机、通讯、汽车电子、航空航天、工业控制等终端领域。覆铜板行业发展态势受 PCB 及下游终端市场供需影响较大。

2022-2023 年，全球政治经济不确定性因素增加，受地缘政治、通胀等因素影响，消费电子行业终端需求不振，

行业呈现去库存状态，全球 PCB 产业景气度下降。根据 Prismark 相关数据，2023 年全球 PCB 市场产值约为 695 亿美元，同比下降约 15.0%。2024 年以来，随着行业前期库存的不断出清，以及 AI、汽车电子等终端需求的支撑，行业呈现复苏态势，Prismark 预测 2024 年全球 PCB 产值为 735.65 亿美元，同比增长 5.8%。终端市场领域方面，当年随着人工智能技术的发展，AI 服务器、数据中心设备需求增长成为 PCB 行业发展的重要增量；同时，新能源汽车市场延续较高景气度，产品升级推动 PCB 需求的攀升；此外，传统消费电子市场也有所复苏，智能手机、PC 出货量止跌回升。

从市场格局来看，随着电子信息制造业向亚太尤其是中国大陆地区转移，我国已成为全球最大的 PCB 制造国和消费国，在全球 PCB 产值中占比超过 50%，覆铜板的全球产值占比则超过 70%。经过多年发展，我国已形成完整的电子电气产品制造产业链体系，产业配套日趋完善，相对成本优势突出，但在高端产品领域仍亟待进一步突破，国产替代化空间较大。从竞争格局来看，我国覆铜板制造企业以台商投资企业为主，但近年来内资覆铜板企业发展较快。目前除公司外，主要内资覆铜板上市公司还包括广东生益科技股份有限公司、南亚新材料科技股份有限公司、金安国纪集团股份有限公司等，在行业内排名靠前，头部企业格局相对稳定。

(2) 业务运营

图表 2. 公司业务收入构成及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
营业收入合计		32.86	33.62	38.65	10.30	8.55
其中：覆铜板	金额	24.92	26.30	30.05	8.10	6.87
	占比	75.84	78.24	77.76	78.69	80.43
导热材料	金额	1.90	2.28	2.57	0.68	0.52
	占比	5.79	6.78	6.65	6.60	6.05
功能性复合材料	金额	1.93	1.26	1.66	0.36	0.29
	占比	5.87	3.74	4.30	3.51	3.34
交通物流复合材料	金额	3.40	2.64	2.97	0.79	0.56
	占比	10.34	7.85	7.68	7.66	6.58
其他	金额	0.71	1.14	1.40	0.37	0.31
	占比	2.16	3.40	3.62	3.55	3.60
主导产品或服务		2022 年度	2023 年度	2024 年度		
综合毛利率		12.98	8.89	10.16		
其中：覆铜板		10.13	6.04	6.81		
导热材料		15.38	17.75	18.19		
功能性复合材料		29.93	27.45	26.73		
交通物流复合材料		15.22	14.01	16.93		

资料来源：华正新材

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司分别实现营业收入 32.86 亿元、33.62 亿元、38.65 亿元和 10.30 亿元。其中，2024 年公司营业收入同比增长 14.97%，毛利率同比增加 1.27 个百分点至 10.16%；2025 年第一季度，公司营业收入同比增长 20.49%，当期毛利率进一步升至 12.59%。2024 年以来，覆铜板行业景气度有所回升，同时行业呈现“高端增长、低端出清”的结构分化。公司加强产品结构优化调整，继续向高端应用领域拓展；同时，随着“年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目”产能进一步扩大及产能释放，2024 年公司覆铜板核心主业保持较好产销增长，带动公司收入增长，毛利率回升。

从产品收入构成来看，跟踪期内，覆铜板仍为该公司核心收入来源，2024 年和 2025 年一季度收入占比分别为 77.76%和 78.69%。同时，导热材料、功能性复合材料和交通物流复合材料等的收入均有所增长，但在营业收入中所占比重仍不高。

此外，该公司于 2021 年启动“年产 3600 万平方米铝塑膜临安青山湖基地项目”，规划新增数码电池铝塑膜及动力电池铝塑膜产能各 1800 万平方米/年，项目规划总投资 4.38 亿元，已于 2023 年投入生产，截至 2025 年 3 月末实际完成投资约 3 亿元。项目投产以来，运营主体子公司浙江华正能源材料有限公司（简称“华正能源”）持续开发新产品，推进客户验证进程。华正能源铝塑膜产品规划短期内聚焦下游小动力、储能与 3C 市场；中期聚焦 EV 动力电池以及固态/半固态电池应用市场的开拓。但现阶段，受铝塑膜行业市场竞争激烈、产品市场推广开拓不及预期等因素影响，投产以来生产线产能利用率远低于设计水平，固定成本较高致使毛利率持续为-50%以上。2024 年华正能源实现营业收入 0.45 亿元（计入其他收入），同比增加 0.10 亿元，毛利率为-56.36%；同时考虑到设备、存货等存在明显减值迹象，计提资产减值准备 0.44 亿元，当年净利润为-1.03 亿元，对公司当年盈利表现产生较大影响。需关注后续业务盈利改善情况。

① 经营状况

该公司是我国覆铜板行业较具竞争力的内资企业之一，主业以覆铜板为核心，同时还从事复合材料（功能性复合材料和交通物流用复合材料）、膜材料等产品的设计研发、生产及销售。公司产品广泛应用于 5G 通讯、服务器、数据中心、半导体封装、新能源汽车、智慧家电、医疗设备、轨道交通、绿色物流等领域。

作为核心产品，该公司不断推进覆铜板产品的技术开发与迭代，近年来产品在实现“三高（高频、高速、高导热）”特性的同时进一步推进“三低（Low Dk、Low Df、Low CTE）”技术指标的纵深发展。公司覆铜板产品系列已逐步由普通板切换至高等级覆铜板，终端应用领域广泛（见图表 3），具备一定的市场竞争力。公司复合材料产品主要为定制化产品，其中功能性复合材料产品是以玻璃纤维布或其他特种纤维为增强材料，浸渍或涂布树脂，并经过高温压制而成的一种复合材料，广泛应用于消费电子、电工电气、工业装备等领域；交通物流用复合材料产品是以聚丙烯树脂为原料，经过工艺成型制成蜂窝芯，并与玻纤等表面蒙皮材料经过高温压制而成的一种板状材料，具备轻质、高强、耐候的特点，广泛应用于新能源汽车、厢式货车、冷链物流等领域。

图表 3. 公司跟踪期覆铜板产品主要分类情况

产品类型	终端应用
普通 FR-4 板	计算机及外围设备、通讯设备、汽车电子、消费电子、仪器仪表等
高速覆铜板	服务器、存储器、交换机、基站、路由器、汽车电子、高性能计算机等
高频覆铜板	基站天线、功放、毫米波雷达等
高导热金属基板	算力服务器散热配件、汽车电子、光电照明、电源管理、电机控制、功率模块等
HDI 覆铜板	笔记本电脑、智能手机、可穿戴设备等

资料来源：华正新材

生产方面，该公司主要围绕国内 PCB 产业两大集群所在的华东和华南地区进行业务布局。华东区域，公司覆铜板业务已在杭州未来科技城和青山湖科技城拥有生产基地，产品线从普通板至高等级覆铜板均有涉及。同时，为提升对华南区域客户的批量交付能力及服务水平，公司近年来在位于珠海的富山工业园区推进建设“年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地项目”。该项目一期已于 2023 年实现正式投产，二、三期主要为设备投入，2024 年实现二期第一批设备投入后，项目年产能增加 622.7 万平方米至 1,868.1 万平方米。公司近年来覆铜板产品设计产能持续提升，且新增产能全部为高等级覆铜板产能，跟踪期内公司总体产能释放情况良好。

图表 4. 公司覆铜板（含半固化片及导热材料）业务产能利用率情况

项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年第一季度	2024 年第一季度
设计产能（万平米）	3,203.06	3,903.60	4,526.30	1,131.57	1,131.57
实际产量（万平米） ³	3,273.84	4,046.10	4,787.63	1,242.65	1,094.53
产能利用率（%）	102.21	103.65	105.77	109.82	96.73

资料来源：华正新材

在拟建项目方面，该公司于 2022 年启动“年产 600 万平方米轻质高强环保复合材料、年产 5000 套复合材料车厘青山湖智能化制造基地项目”。该项目毗邻公司覆铜板青山湖生产基地，规划总投资 4.10 亿元，截至 2025 年

³ 不含外协、外购。

3 月末已投入资金 1.69 亿元，由子公司浙江华聚复合材料有限公司（简称“华聚材料”）负责，主要用于承接复合材料部分现有产能搬迁需求。2025 年以来，公司与杭州市余杭区人民政府余杭街道办事处签署《余杭区国有土地上企业搬迁货币补偿协议书》，拟对公司坐落于杭州市余杭区余杭街道华一路 2 号的部分土地、房屋实施搬迁，涉及建筑面积总计 33,044.57 平方米，总计补偿补助金额 30,058.98 万元。本次搬迁涉及的土地房屋为公司研究院、员工宿舍、复合材料板块部分子公司生产用房等。公司已安排足够场地实施平稳搬迁，预计不会对公司生产经营产生重大影响。截至 3 月末，公司已按协议收到 50% 补偿款，剩余款项待公司房屋腾空交付、房屋产权注销后分批支付。据公司测算，若本次搬迁顺利实施，后续预计将一次性增加公司净利润约 2.20 亿元。此外，2024 年 3 月，公司公告计划在泰国投资新建覆铜板生产基地，计划项目投资总额不超过 6,000 万美元（实际投资金额以中国及泰国当地主管部门批准金额为准），旨在开拓海外市场，建立产品海外供应能力，以更好地满足国际客户的订单需求，以及应对宏观环境波动、产业政策调整以及国际贸易格局变化可能对公司造成的影响。公司规划根据市场需求和业务进展等具体情况分阶段实施建设泰国生产基地，基于当前情况，项目目前尚处于前期筹备阶段。

销售方面，该公司产品销售以直销为主，代销、经销为辅。公司不断深化以产品线为主，市场、技术、销售、交付全面服务客户的营销体系，通过深入终端客户，挖掘终端客户的需求和技术趋势，以终端认证带动产品的销售。覆铜板产品方面，公司已与 PCB 行业前 100 强企业中的大部分客户建立了业务关系；复合材料领域，公司目前已成为德邦、顺丰、中国邮政等大型物流企业的供应商。公司产品以内销为主，同时通过在韩国等地设立的境外子公司或营销网络，开拓海外市场，2024 年公司主营业务收入中境外销售收入为 6.92 亿元。公司通过远期结售汇、灵活制定海外产品价格策略等方式降低汇率波动影响。公司以销售产品等级、合作稳定性、客户规模等多维要素将客户进行等级分类。结算方式上，公司根据客户等级给予不同的账期和现金结算比率，一般客户账期为月结 90 天左右，海外客户以信用证结算为主，大部分为 LC90 天。

2024 年以来，覆铜板行业景气度有所改善，该公司产销量继续实现增长，但同时行业市场竞争仍保持激烈，公司通过加强产品结构调整，改善业务毛利率水平；公司复合材料产品的定制化程度较高，跟踪期销量有所增长。总体来看，跟踪期公司核心产品的产销率仍保持在良好水平。从客户集中度来看，2024 年公司前五大客户合计销售占比为 27.27%，客户集中度不高。

图表 5. 公司主要产品产销情况

产品	项目	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
覆铜板（含半固化片及导热材料）	产量（万平米）	3,290.86	4,046.63	4,787.63	1,242.66	1,094.53
	销量（万平米）	3,217.61	4,024.30	4,761.56	1,266.05	1,091.89
	产销率（%）	97.77	99.45	99.46	101.88	99.76
功能性复合材料	产量（吨）	1,500.46	1,335.46	2,278.11	419.34	374.14
	销量（吨）	1,494.63	1,438.07	2,094.14	412.34	322.89
	产销率（%）	99.61	107.68	91.92	98.33	86.30
交通物流用复合材料	产量（万平米）	237.23	198.97	202.78	58.69	38.02
	销量（万平米）	235.49	203.96	211.30	60.42	39.54
	产销率（%）	99.27	102.51	104.20	102.95	104.01

资料来源：华正新材

② 竞争地位

从市场竞争力来看，该公司经过 20 多年发展，已成为国内外产品类别较齐全的覆铜板厂商之一，在覆铜板细分市场具有一定的市场竞争力。根据 Prismark2024 年的统计数据，公司在 2023 年全球覆铜板行业的市场份额占比约为 2.9%，在全球排名第 11 位、内资企业中排名前五。产品方面，公司多年来以覆铜板为核心产业，实现了产品持续迭代。覆铜板产品以外，公司还布局了复合材料、铝塑膜、半导体封装材料等产品领域，产品系列不断丰富。公司产品下游应用领域广泛，涵盖 5G 通讯、服务器、数据中心、半导体封装、新能源汽车、智慧家电、医疗设备、轨道交通、绿色物流等。

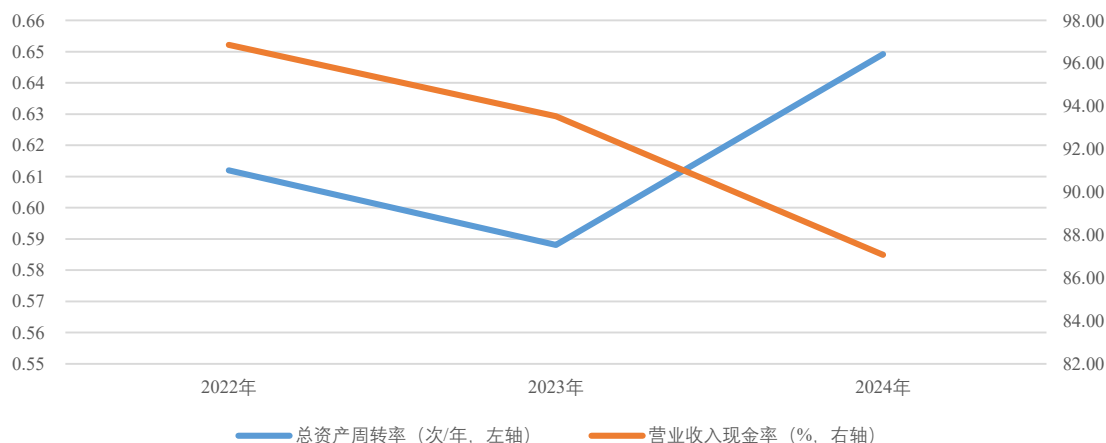
技术研发方面，该公司及多家下属企业被认定为高新技术企业⁴，研发中心已获得国家企业技术中心认证，公司先后入选“工信部产业基础再造和制造业高质量发展专项”、“省‘尖兵’‘领雁’研发攻关计划项目”、“高端装备、新材料、绿色能源领域杭州市重大科技创新项目”。公司牵头、参与国家及行业标准化工作，已累计主导或参与了 27 项标准的制定。2024 年公司新申请专利 36 项，新申请著作权数 4 项，年末公司共持有专利 302 项、版权 45 项。公司重视研发能力和研发成果的转化，每年投入较多资源跟踪市场，开发客户所需产品及进行后续产品储备，持续存在较大技术研发投入需求。2024 年末公司研发人员数量 430 人，当年研发投入总额 1.85 亿元，占营业收入的比重为 4.78%。

原材料保障及成本控制方面，该公司生产所需主要原材料包括覆铜板三大主材铜箔、玻纤布和树脂，以及铝板、复合纱等，生产成本中直接材料占比 80%以上。在常规原材料方面，公司采购部门结合原材料需求计划、预测计划与市场供需情况，在充分询价、议价、比价的基础上，结合库存情况进行波段采购；在特种原材料方面，采购部门按开发需求介入各开发项目，提供供应链方案。在高速高频覆铜板、半导体封装材料、铝塑膜等战略产品方面，公司通过与上下游的战略合作与联合开发，实现相关产品关键原材料的国产替代和多元化选择。从供应商集中度来看，2024 年前五大供应商合计采购额 13.66 亿元，占年度采购总额的 44.49%。公司与供应商主要采用票据与银行转账相结合的结算方式，结算账期一般为 60-90 天。公司主要原材料价格受宏观经济、供需状况、大宗期货价格等因素影响，波动性较大，公司持续面临一定成本控制压力。2024 年，公司主要原材料中，除树脂价格有所下降外，铜箔、玻纤布、铝板、复合纱均呈现不同幅度的上涨；2025 年第一季度，除铝板外，铜箔、玻纤布、树脂、复合纱单价均有所上涨。公司产品销售价格会受原材料价格传导影响，但具有一定滞后性。

经营规模方面，该公司跟踪期内覆铜板产能及产销量继续有所增长，整体经营规模扩大，毛利率回升。但受到铝塑膜业务毛利率倒挂，加之计提资产减值准备影响，公司 2024 年盈利空间继续受到挤压，仍呈现亏损状态，但亏损幅度同比有所收窄。2022-2024 年，公司 EBITDA 分别为 1.70 亿元、0.70 亿元和 1.63 亿元，其中 2023 年利润总额亏损导致 EBITDA 减少，2024 年减亏导致 EBITDA 同比增加。2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，公司所有者权益分别为 16.97 亿元、15.66 亿元、14.97 亿元和 15.16 亿元，2024 年度亏损导致权益规模有所削弱，2025 年 3 月末，因当期盈利转正致使权益规模小幅增加 1.25%。

③ 经营效率

图表 6. 反映公司经营效率要素的主要指标值



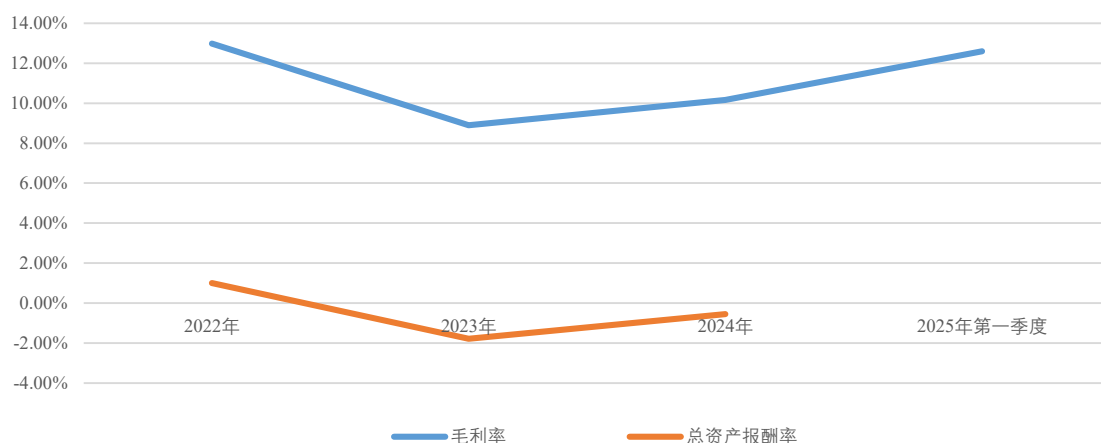
资料来源：根据华正新材所提供数据整理、绘制。

该公司 2022-2024 年总资产周转率分别为 0.61 次/年、0.59 次/年和 0.65 次/年，跟踪期产能扩张带动资产规模增长，同时核心产品市场景气度改善带动收入较快增长，跟踪期总资产周转效率有所加快。同期，公司营业收入现金率分别为 96.86%、93.54%和 87.08%和 66.36%，波动较大一方面受票据结算影响，公司部分票据会被用于背书或贴现，营业收入现金率指标会受其一定影响；同时，跟踪期公司销售规模扩大，应收账款占用资金量上升，导致营业收入现金率指标下滑。

⁴ 其中该公司于 2009 年 10 月被认定为高新技术企业。2024 年 12 月公司再次通过高新技术企业认定，证书编号：GR202433002154，有效期 3 年。

④ 盈利能力

图表 7. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据华正新材所提供数据整理、绘制。

2022-2024 年该公司营业收入分别为 32.86 亿元、33.62 亿元和 38.65 亿元；同期毛利率分别为 12.98%、8.89% 和 10.16%。2024 年公司毛利率同比上升 1.27 个百分点，毛利同比增加 31.35% 至 3.93 亿元，主要是公司销售规模扩大，同时覆铜板产品销售结构优化所致。同期，公司期间费用分别为 4.22 亿元、4.59 亿元和 4.78 亿元，期间费用率分别为 12.85%、13.67% 和 12.38%，其中 2024 年管理费用受加强管理，推行降本增效影响同比减少 5.78% 至 1.12 亿元；研发费用增加 2.19% 至 2.01 亿元，主要系研发投入增加所致；由于收入规模扩大，相关营销费用增加致使销售费用同比增加 7.89% 至 0.95 亿元；财务费用同比增长 26.29% 至 0.71 亿元，主要系在建项目完工转固后费用化利息增加所致。2024 年公司收入及毛利规模总体增长，但在铝塑膜业务毛利倒挂及期间费用增长等影响下，公司主业盈利水平仍欠佳。

非经常性损益方面，2022-2024 年该公司资产减值损失分别为 -0.08 亿元、-0.11 亿元和 -0.60 亿元，其中 2024 年度主要由于计提铝塑膜业务资产减值，导致当期损失同比明显增长。同期，公司信用减值损失分别为 -0.05 亿元、-0.08 亿元和 -0.11 亿元，主要是根据账龄计提的应收账款坏账准备。此外，其他收益持续为公司利润提供一定补充，2022-2024 年其他收益分别为 0.37 亿元、0.47 亿元和 0.77 亿元，主要为各类政府补助等。

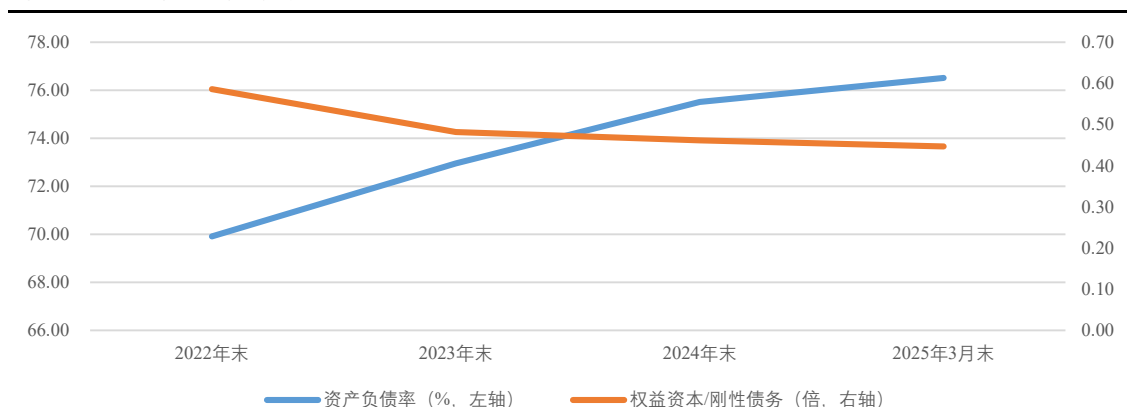
2022-2024 年该公司利润总额分别为 0.10 亿元、-1.57 亿元和 -1.04 亿元，总资产报酬率分别为 1.00%、-1.79% 和 -0.56%；同期净利润分别为 0.41 亿元、-1.20 亿元和 -0.97 亿元。2025 年第一季度，公司营业收入同比增长 20.49% 至 10.30 亿元，毛利率持续升至 12.59%，受益于收入规模和毛利的继续增长，当期实现利润总额及净利润分别为 0.17 亿元和 0.19 亿元，盈利同比转正。后续仍需关注公司主业盈利持续改善情况，同时公司相关搬迁事项落实后预期将能给公司带来较多一次性损益收入，关注后续进展。

3. 财务

跟踪期内，该公司债务规模继续有所扩大，加之经营发生亏损削弱权益，公司负债经营程度进一步升至偏高水平，且即期偿债压力较大。公司后续财务杠杆水平控制情况取决于业绩改善情况、可转债转股进展、搬迁事项推进情况等。公司经营环节仍能实现一定现金净流入，且外部融资渠道尚畅通，能为债务偿付提供基本保障。需继续关注公司资金平衡情况。

(1) 财务杠杆

图表 8. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据华正新材所提供的数据整理、绘制。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司负债总额分别为 39.43 亿元、42.26 亿元、46.15 亿元和 49.37 亿元。随着产销规模扩大，公司跟踪期运营环节资金需求增加，债务规模有所扩大，加之 2024 年存在亏损影响权益规模，公司跟踪期内财务杠杆水平进一步上升至较高水平，同期末公司资产负债率分别为 69.91%、72.96%、75.51%和 76.51%。公司后续财务杠杆水平控制情况取决于业绩改善情况、可转债转股进展、搬迁事项推进情况等。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司权益资本/刚性债务分别为 0.59 倍、0.48 倍、0.46 倍和 0.45 倍，跟踪期受债务规模扩大及权益规模减少影响，权益资本对刚性债务的覆盖倍数继续有所下滑。

① 资产

图表 9. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	27.53	27.12	29.19	32.71
	48.81%	46.81%	47.75%	50.70%
其中：货币资金（亿元）	5.49	5.12	4.68	4.89
应收账款（亿元）	13.53	13.69	15.12	16.25
应收款项融资（亿元）	3.54	2.75	2.42	3.79
存货（亿元）	4.42	4.52	4.55	4.95
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	28.87	30.81	31.94	31.81
	51.19%	53.19%	52.25%	49.30%
其中：固定资产（亿元）	19.31	24.26	25.80	25.43
在建工程（亿元）	5.56	2.64	2.27	2.50
无形资产（亿元）	2.65	2.41	2.46	2.41
期末全部受限资产账面金额（亿元）	7.27	13.17	14.48	14.15
受限资产账面余额/总资产（%）	12.89	22.74	23.69	21.93

注：根据华正新材所提供数据整理、计算。

2022-2024 年末及 2025 年 3 月末该公司资产总额分别为 56.40 亿元、57.92 亿元、61.13 亿元和 64.52 亿元，随着项目投入推进及业务运营规模扩大，跟踪期内资产规模继续保持增长。

该公司 2024 年末流动资产为 29.19 亿元，较上年末增加 7.64%，仍主要由货币资金、应收账款及应收款项融资、存货等构成。公司年末货币资金 4.68 亿元，其中受限货币资金为 1.95 亿元，受限比例较高，主要是银行承兑汇票保证金等。公司年末应收账款为 15.12 亿元，同比增加 10.45%，主要受业务销售规模扩大影响；账龄方面，2024 年末公司账龄 1 年以内的应收账款占比为 98.18%，截至年末累计计提的坏账准备为 0.32 亿元。应收款项融资年末余额变动不大，主要为公司在收到客户开具的银行承兑汇票后，会根据资金状况、贴现成本选择背书转让或贴现所致。公司年末存货 4.55 亿元，其中原材料、在产品及产成品分别为 1.92 亿元、0.64 亿元和 1.97 亿元，累计计提存货跌价 0.27 亿元。2025 年 3 月末，公司流动资产较上年末增长 12.08%，主要

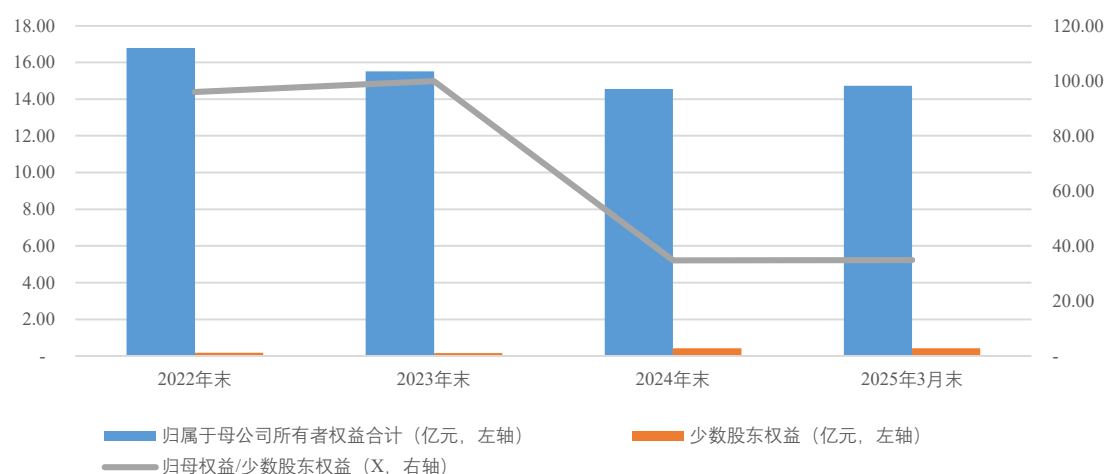
系应收账款和应收款项融资随着业务规模扩大而增长所致。

非流动资产方面，2024 年末该公司非流动资产为 31.94 亿元，较上年末增长 3.67%，主要由固定资产、在建工程和无形资产构成，年末分别为 25.80 亿元、2.27 亿元和 2.46 亿元。其中，年末固定资产和在建工程因“年产 2400 万张高等级覆铜板富山工业园制造基地”项目的转固而相应出现增减；同时，受铝塑膜板块计提资产减值影响，固定资产和在建工程分别减少 0.28 亿元和 0.02 亿元。公司年末无形资产为 2.46 亿元，主要为土地使用权，年末土地使用权账面价值为 1.82 亿元。2025 年 3 月末，公司非流动资产较上年末减少 0.40%，构成变化不大。

截至 2024 年末，该公司受限资产合计为 14.48 亿元，占年末资产的比重为 23.69%。除受限货币资金外，还包括 9.87 亿元固定资产、1.76 亿元无形资产，主要用于抵押融资；以及已背书未到期应收票据 0.91 亿元。2025 年 3 月末，公司受限资产小幅减少至 14.15 亿元。

② 所有者权益

图表 10. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据华正新材所提供的数据整理、绘制。

权益方面，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 16.97 亿元、15.66 亿元、14.97 亿元和 15.16 亿元；同期末，归属于母公司所有者权益分别为 16.79 亿元、15.51 亿元、14.55 亿元和 14.74 亿元。跟踪期内，受公司盈利波动影响，公司未分配利润有所变动，所有者权益规模相应有所变动。截至 2025 年 3 月末，公司未分配利润为 4.20 亿元，占期末权益比重为 27.71%。利润分配方面，鉴于 2024 年度公司归属于上市公司股东净利润为负，公司 2024 年度拟不进行利润分配，也不进行公积金转增股本和其他方式的分配。

③ 负债

图表 11. 公司债务结构及核心债务（亿元）

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
刚性债务	28.98	32.52	32.46	33.95
其中：短期刚性债务	18.63	20.22	20.73	21.75
中长期刚性债务	10.34	12.30	11.73	12.20
应付账款	7.74	6.72	9.65	9.99
其他应付款	0.33	0.33	0.32	0.28
递延收益-非流动负债	1.01	1.47	1.82	1.86
综合融资成本（年化，%）	3.52	2.62	1.96	2.23

资料来源：华正新材

债务期限结构来看，2022-2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 42.93%、48.84%、41.96%和

40.31%，跟踪期债务总体仍较集中于短期，存在较大即期偿付压力。公司跟踪期内负债仍主要包括刚性债务、应付账款、其他应付款和递延收益等。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司刚性债务分别为 32.46 亿元和 33.95 亿元，占负债总额的比重分别为 70.32%和 68.77%。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司应付账款分别为 9.65 亿元和 9.99 亿元，主要是随着业务规模扩大，应付采购款等增加所致。同期末，公司其他应付款分别为 0.32 亿元和 0.28 亿元，主要为押金保证金、内外销运保费佣金等；递延收益分别为 1.82 亿元和 1.86 亿元，为政府相关补助等。

跟踪期内，该公司刚性债务以短期刚性债务为主，其主要由短期借款和应付票据构成，2024 年末分别为 9.55 亿元和 9.43 亿元，占比分别为 46.06%和 45.51%。同期末短期借款主要包括保证借款 3.83 亿元、信用借款 0.60 亿元、信用证贴现 3.85 亿元等；应付票据全部为银行承兑汇票。2024 年末，公司中长期刚性债务为长期借款和应付债券，期末分别为 6.04 亿元和 5.68 亿元；公司年末长期借款方式主要为保证+抵押借款，年末余额为 5.54 亿元。公司保证借款担保方均为公司并表范围内的企业。2025 年 3 月末，随着银行借款增加，公司短期刚性债务增至 21.75 亿元，中长期刚性债务略增至 12.20 亿元。

图表 12. 公司 2025 年 3 月末存续刚性债务期限结构（亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	21.75	5.33	5.96	0.58	0.32	33.95
母公司口径	9.26	0.50	5.70	-	-	15.47

资料来源：华正新材

注：合计数因四舍五入存在尾差

融资成本方面，2024 年及 2025 年一季度，该公司综合融资成本分别为 1.96%和 2.23%，公司综合融资成本受“华正转债”利率变动影响较大。

（2）偿债能力

① 现金流量

图表 13. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度	2025 年 第一季度	2024 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	3.88	2.44	1.69	-2.14	-0.67
其中：业务现金收支净额（亿元）	3.80	2.42	2.03	-1.89	-0.77
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-5.64	-4.12	-2.54	0.94	-1.04
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	5.55	3.96	2.48	0.58	1.03
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	3.08	1.21	0.28	1.51	2.53
其中：现金利息支出（亿元）	0.62	0.54	0.58	0.17	0.19

资料来源：华正新材

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2022-2024 年，该公司经营性现金流量净额分别为 3.88 亿元、2.44 亿元和 1.69 亿元，主业现金回笼能够为债务偿付提供一定支撑。公司 2024 年经营环节现金流量净额同比减少 30.76%，2025 年第一季度经营环节现金流量净额呈现净流出状态，主要系当期营收增长较快，应收款资金占用增加所致。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司投资性现金流量净额分别为-5.64 亿元、-4.12 亿元、-2.54 亿元和 0.94 亿元，随着前期在建项目逐步完工或度过投资高峰期，公司固定资产投资支出规模逐年减少。公司后续项目建设投入将视市场行情等情况稳步推进，预计短期内资本性投资规模可控。公司 2025 年第一季度投资环节现金流量净额呈现净流入状态，主要是收到首笔搬迁款。

2022-2024 年及 2025 年第一季度，该公司筹资性现金流量净额分别为 3.08 亿元、1.21 亿元、0.28 亿元和 1.51 亿元。随着业务规模扩大带来的资金需求增加，公司筹资性现金流持续呈现净流入状态。

② 偿债能力

图表 14. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2022 年度	2023 年度	2024 年度
EBITDA（亿元）	1.70	0.70	1.63
EBITDA/利息支出（倍）	2.25	0.99	2.12
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.02	0.05

资料来源：根据华正新材所提供数据整理、计算。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额和固定资产折旧，2022-2024 年 EBITDA 分别为 1.70 亿元、0.70 亿元和 1.63 亿元，2024 年利润亏损收窄，加之在建项目转固后折旧增加，EBITDA 同比增加 134.48%。受此影响，公司当年 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数增至 0.05 倍，对利息支出的覆盖倍数增至 2.12 倍，但对债务的总体保障程度仍偏弱。

4. 调整因素

（1）流动性/短期因素

图表 15. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2022 年末	2023 年末	2024 年末	2025 年 3 月末
流动比率（%）	99.78	95.51	89.77	92.98
速动比率（%）	83.41	79.27	75.41	78.51
现金比率（%）	32.81	27.77	21.81	27.62

资料来源：根据华正新材所提供数据整理、计算。

2024 年末和 2025 年 3 月末，该公司流动比率分别为 89.77%和 92.98%；现金比率分别为 21.81%和 27.62%。公司生产经营设施投入大，财务杠杆水平较高且债务融资中短期债务占比较高，导致资产流动性总体仍偏弱。

授信方面，截至 2025 年 3 月末，该公司合并范围获得的银行综合授信总额为 61.69 亿元，尚余 29.36 亿元额度未使用。

（2）ESG 因素

截至 2025 年 3 月末，该公司控股股东仍为华立集团股份有限公司（简称“华立集团”），其持股比例为 40.07%，其持有的公司股份均未质押/冻结。公司期末实际控制人仍为自然人汪力成，未发生变化。

人事变动方面，2024 年 8 月，该公司副总经理、财务总监、董事会秘书俞高因工作调整，辞去公司董事会秘书职务，其仍继续担任公司副总经理、财务总监的职务。经过公司董事长刘涛提名、董事会提名委员会审核，祝郁文先生成为公司董事会秘书。2025 年 2 月，副总经理周阳因个人原因申请辞去公司副总经理职务。

跟踪期内，该公司未有受证券监管机构处罚的情况，公司不存在因环境问题受到行政处罚等情形。

社会责任方面，该公司将绿色低碳作为企业长期战略的重要支点，公司依托自身技术优势，在电子材料、复合材料等领域开发绿色产品，为产业链下游企业提供更加环保的产品。同时公司积极进行节能降碳技术改造，减少能源资源浪费，推动绿色低碳制造。

（3）表外事项

截至 2025 年 3 月末，该公司无重大诉讼或对外担保事项。

（4）其他因素

该公司与控股股东华立集团及其所投资的其他企业存在少量的关联交易情况。其中，2024 年公司向关联方采购

商品/接受劳务产生的关联交易金额共计 0.07 亿元；同年，公司向关联方出售商品/提供劳务产生的关联交易金额为 3,500 元。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2025 年 4 月 17 日），公司跟踪期内无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

5. 外部支持

该公司控股股东华立集团的综合实力较强，信用质量较好。华立集团在融资等方面能对公司提供一定支持，其为公司本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了广东生益科技股份有限公司、南亚新材料科技股份有限公司、金安国纪集团股份有限公司等公司作为该公司的同业比较对象。上述主体均以覆铜板制造为主业或为核心主业之一，具有较高的可比性。

2024 年以来覆铜板下游 PCB 及终端市场需求改善，行业景气度有所回升，带动行业内企业盈利能力同比增强。但受铝塑膜业务亏损拖累，公司当年盈利表现弱于可比企业；债务方面，相较可比企业，公司整体债务负担偏重，且亏损因素导致 EBITDA 对债务规模以及对利息支出的保障程度相对较低。

担保人信用质量跟踪分析

控股股东华立集团为该公司本次债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

华立集团为民营企业，受汪力成先生实际控制，其已形成了包含医药制造、新材料和仪表等业务的多元化业务格局。除公司外，华立集团医药制造板块还拥有上市公司健民药业集团股份有限公司（600976.SH，简称“健民集团”）。

华立集团出售昆药集团大部分股权后，对华立集团整体收入和利润产生了一定影响，但同时产生了较多投资收益。昆药集团出表后，华立集团医药业务经营主体健民集团业务仍保持稳定增长，核心产品在细分领域拥有较好的竞争力；仪表业务持续稳定增长，在所属领域具有一定的市场地位；新材料业务因行业需求下降、市场竞争加剧和产品价格下降等，毛利率持续下滑，但整体竞争力仍较强。华立集团收入和毛利率保持相对稳定，主业盈利情况良好，投资收益及营业外收入继续为利润提供一定补充。

华立集团将出售昆药集团股权获得的现金用于偿还部分有息债务，2023 年末资产规模及债务规模均有所下降，整体资产负债率保持相对稳定。华立集团债务期限结构偏短期，但现金类资产充裕，经营创现能力较强，且拥有一定规模的上市公司股权，融资渠道通畅，能够为债务偿付提供较好保障。需关注大额应收账款和其他应收款的回收风险。

经本评级机构信用评级委员会评审，评定华立集团主体信用等级为 AA⁺级，评级展望为稳定。详见《华立集团股份有限公司信用评级报告》[新世纪企评(2024)020428]。

债项信用跟踪分析

该公司于 2022 年 1 月发行的“华正转债”为可转换公司债券，期限为 6 年，设置了转股价格向下修正条款、赎回条款及回售条款。其中赎回条款：转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，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：（1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。回售条款：①在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。②若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认

定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。跟踪期末触发赎回条款或回售条款，未修正转股价格。

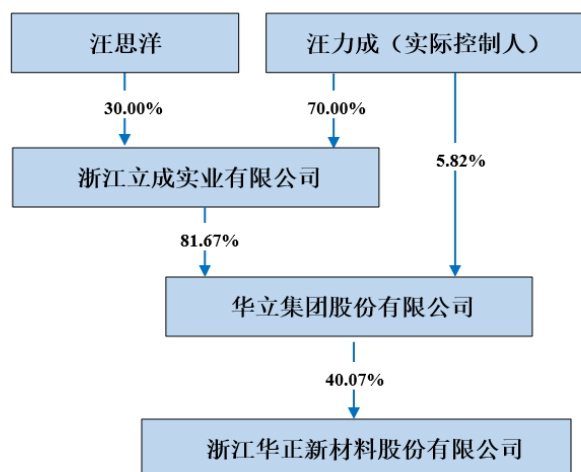
同时，跟踪期内华立集团所提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保可继续有效提高本次债券本息偿付的安全性。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定华正新材主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，华正转债信用等级为 AA⁺。

附录一：

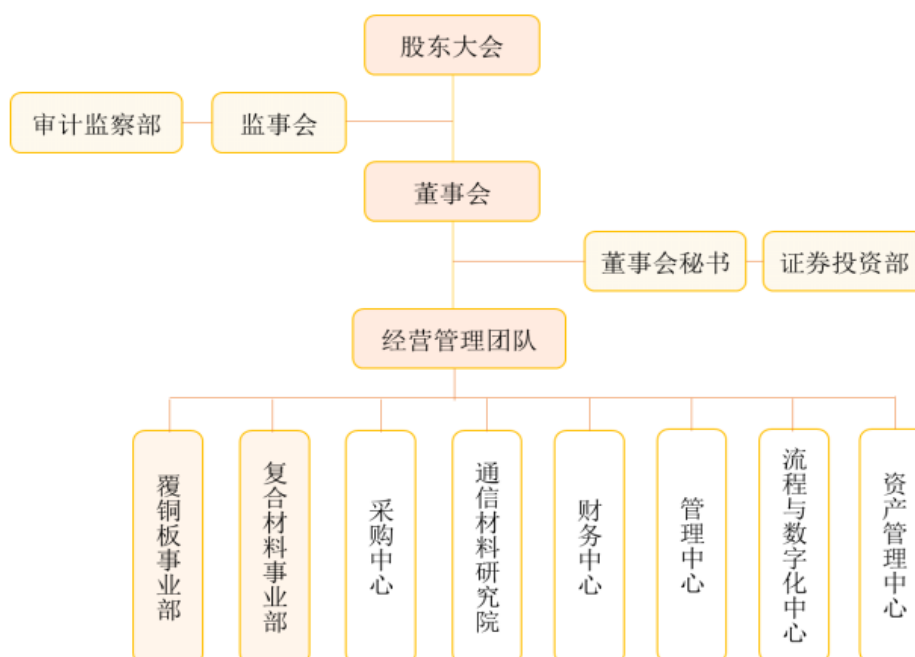
公司与实际控制人关系图



注：根据华正新材提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华正新材提供的资料整理绘制（截至 2025 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例	主营业务	2024 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金 净流入量 （亿元）	EBITDA （亿元）	
浙江华正新材料股份有限公司（本部）	华正新材	本部	--	覆铜板材料、功能性复合材料、交通物流用复合材料和锂电池软包用铝塑复合材料等产品的设计、研发、生产及销售	13.64	13.82	22.22	0.12	-0.41	0.58	-
杭州联生绝缘材料有限公司	联生绝缘	全资子公司	100%	覆铜板和绝缘材料在内的复合材料的生产和销售。	0.79	1.65	2.80	0.20	1.16	0.31	-
杭州华聚复合材料有限公司	华聚材料	全资子公司	100%	蜂窝复合材料研发、设计、生产、销售。	0.25	1.32	2.37	0.12	-0.03	0.21	-
杭州华正新材料有限公司	杭州华正	全资子公司	100%	覆铜板生产、销售。	7.38	7.06	12.18	0.23	0.98	0.95	-
珠海华正新材料有限公司	珠海华正	全资子公司	100%	覆铜板等新材料研发、生产、销售	8.42	5.86	13.75	0.17	-0.17	0.97	-

注：根据华正新材 2024 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：覆铜板 归属行业：电子信息制造行业

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2024 年度经营数据					2024 年末财务数据/指标				
		研发支出 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	营业收入现金率 （%）	净资产 （亿元）	资产负债率 （%）	权益资本/刚性债务 （倍）	EBITDA （亿元）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
广东生益科技股份有限公司	AA+/稳定	11.57	203.88	18.68	74.80	165.05	40.29	3.21	30.56	25.77	0.60
金安国纪集团股份有限公司	-	1.69	40.48	0.30	89.62	34.97	45.05	2.06	1.95	102.16	0.12
南亚新材料科技股份有限公司	-	1.71	33.62	0.50	37.06	24.29	46.86	2.91	1.92	21.14	0.24
华正新材	AA+/稳定	1.85	38.65	-0.97	87.08	14.97	75.51	0.46	1.63	2.12	0.05

注：除华正新材外其他企业均为上市公司或公开市场发债企业但并非本评级机构现有客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022 年/末	2023 年/末	2024 年/末	2025 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	56.40	57.92	61.13	64.52
货币资金 [亿元]	5.49	5.12	4.68	4.89
刚性债务[亿元]	28.98	32.52	32.46	33.95
所有者权益 [亿元]	16.97	15.66	14.97	15.16
营业收入[亿元]	32.86	33.62	38.65	10.30
净利润 [亿元]	0.41	-1.20	-0.97	0.19
EBITDA[亿元]	1.70	0.70	1.63	—
经营性现金净流入量[亿元]	3.88	2.44	1.69	-2.14
投资性现金净流入量[亿元]	-5.64	-4.12	-2.54	0.94
资产负债率[%]	69.91	72.96	75.51	76.51
权益资本与刚性债务比率[%]	58.56	48.17	46.13	44.65
流动比率[%]	99.78	95.51	89.77	92.98
现金比率[%]	32.81	27.77	21.81	27.62
利息保障倍数[倍]	0.71	-1.46	-0.43	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	204.97	201.00	183.69	—
毛利率[%]	12.98	8.89	10.16	12.59
营业利润率[%]	0.24	-4.70	-2.70	1.63
总资产报酬率[%]	1.00	-1.79	-0.56	—
净资产收益率[%]	2.41	-7.38	-6.35	—
净资产收益率*[%]	2.16	-7.46	-6.48	—
营业收入现金率[%]	96.86	93.54	87.08	66.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.86	8.71	5.55	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.79	-4.11	-1.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.25	0.99	2.12	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.02	0.05	—

注：表中数据依据华正新材经审计的 2022~2024 年度及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%

净资产收益率*[%]=报告期归属于母公司所有者的净利润/ [(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

应收银行承兑汇票=应收票据中银行承兑汇票+应收款项融资中银行承兑汇票

附录六：

担保人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	255.53	215.29	205.19	215.05
货币资金 [亿元]	37.04	53.47	36.89	36.37
刚性债务[亿元]	98.72	91.94	76.71	80.29
所有者权益 [亿元]	91.09	73.75	80.54	83.08
营业收入[亿元]	317.17	315.67	248.23	52.67
净利润 [亿元]	11.82	16.05	10.08	2.21
EBITDA[亿元]	22.55	29.24	17.12	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.63	14.43	11.72	-4.33
投资性现金净流入量[亿元]	-9.80	1.14	1.83	-3.30
资产负债率[%]	64.35	65.75	60.75	61.37
权益资本与刚性债务比率[%]	92.27	80.21	105.00	103.48
流动比率[%]	122.34	135.86	131.40	129.34
现金比率[%]	46.67	73.12	62.21	60.83
利息保障倍数[倍]	5.46	6.53	5.35	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	90.50	78.71	74.90	—
毛利率[%]	20.83	21.04	15.15	16.04
营业利润率[%]	4.55	6.52	4.44	4.46
总资产报酬率[%]	7.41	10.11	6.31	—
净资产收益率[%]	13.89	19.48	13.06	—
净资产收益率*[%]	13.92	24.87	10.48	—
营业收入现金率[%]	102.02	101.07	104.38	97.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	10.09	13.10	11.91	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.19	10.17	10.18	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.95	8.02	6.91	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.25	0.31	0.20	—

注：表中数据依据华立集团经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]
上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务
EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录八：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2021年4月16日	AA/稳定	陈思阳、李一	新世纪评级方法总论（2012） 电子信息制造行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（电子信息制造）MX-GS006	报告链接
	前次评级	2024年6月13日	AA/稳定	熊桦、王婷亚	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（电子信息制造行业）FM-GS006（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月16日	AA/稳定	熊桦、嵇敏珍	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（电子信息制造行业）FM-GS006（2022.12）	-
债项评级 (华正转债)	历史首次评级	2021年4月16日	AA+	陈思阳、李一	新世纪评级方法总论（2012） 电子信息制造行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（电子信息制造）MX-GS006	报告链接
	前次评级	2024年6月13日	AA+	熊桦、王婷亚	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（电子信息制造行业）FM-GS006（2022.12）	报告链接
	本次评级	2025年5月16日	AA+	熊桦、嵇敏珍	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（电子信息制造行业）FM-GS006（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。