

广东芳源新材料集团股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【235】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

广东芳源新材料集团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	BBB	A-
评级展望	稳定	稳定
芳源转债	BBB	A-

评级日期

2025 年 6 月 23 日

联系方式

项目负责人：蒋晗
jianghan@cspengyuan.com

项目组成员：刘惠琼
liuhq@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

本次评级下调主要是基于：广东芳源新材料集团股份有限公司（以下简称“芳源股份”或“公司”，股票代码为“688148.SH”）聚焦的三元锂电池市场份额持续下降，行业竞争加剧，叠加核心客户订单锐减导致公司三元前驱体收入快速下滑，新拓展的碳酸锂等业务尚未带来盈利贡献，公司已连续两年大额亏损，未来经营压力大；且债务规模仍继续增加，杠杆水平高位上升，流动性风险加大。

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	30.36	30.90	30.86	42.04
归母所有者权益	5.13	5.61	10.46	15.05
总债务	21.05	20.85	18.17	17.16
营业收入	4.07	21.61	21.02	29.35
净利润	-0.50	-4.27	-4.56	0.05
经营活动现金流净额	0.31	0.74	-3.26	-3.00
净债务/EBITDA	--	-15.26	-51.94	7.31
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.30	-0.48	3.02
总债务/总资本	80.17%	78.63%	63.32%	53.09%
FFO/净债务	--	-15.20%	-9.47%	0.08%
EBITDA 利润率	--	-5.46%	-1.51%	4.78%
总资产回报率	--	-9.73%	-12.22%	0.91%
速动比率	0.63	0.68	0.66	0.90
现金短期债务比	0.37	0.34	0.35	1.04
销售毛利率	-4.06%	-5.17%	2.63%	11.04%
资产负债率	82.85%	81.66%	65.90%	63.94%

注：净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负，系 EBITDA 和 FFO 为负导致。
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

正面

- **公司拥有核心工艺技术为业务开展提供技术支撑。**公司依托“萃杂不萃镍”湿法冶炼技术，形成了行业领先的有色金属资源综合利用技术。2024 年新增“一种硫酸镍、硫酸锂的分离提纯方法”发明专利涉及资源回收技术领域，能较好提升锂和镍的回收效率以及所得硫酸锂和硫酸镍的纯度。
- **公司转型取得一定成效，实现了产品的多元化，有助于业务的持续性。**公司持续推进产品多元化转型，将部分前驱体产线改造为碳酸锂产线，同时国内市场开拓取得进展，2024 年硫酸盐类和碳酸锂的销售量大幅增加，带动整体营收增长。当期公司前驱体、硫酸盐以及碳酸锂三类产品收入占比均超过 15%，客户类型覆盖前驱体、正极材料、电芯等锂电企业和金属贸易商，其中部分客户签订了 2025 年度供货协议。

关注

- **三元锂电池市场份额持续下降，行业竞争加剧，国内前驱体厂家成本控制压力很大。**2024 年国内正极材料增长主要来自磷酸铁锂，三元正极市场份额进一步下降至约 20%，叠加锂电产业链上下游材料均维持价格下跌趋势，行业竞争加剧，国内三元前驱体厂家面临原材料价格持续下降以及加工费下调等多重压力。
- **公司连续两年大额亏损，未来经营压力仍大。**受市场环境及核心客户订单调整，2024 年公司毛利率相对较高的 NCA 前驱体订单锐减，相关收入大幅下降；新拓展的碳酸锂和中间品硫酸盐类产品尚未带来盈利贡献，且面临客户集中度较高的风险。公司经营策略全面转向国内，但国内市场竞争相当激烈，且产线改造后整体产能利用率不高。
- **杠杆水平高位上升，流动性风险加大。**2024 年以来公司债务总额继续增加，同时由于大额亏损导致净资产快速减少，负债率攀升，现金短期债务比维持低位。另一方面，公司 2024 年末资产受限规模增加，融资弹性下降，同时 2025 年以来银行贷款余额有所下降。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司积累了一定的技术实力，业务转型取得一定成效，实现了产品和客户的多元化，具有一定的业务持续性。

同业比较（单位：亿元）

指标	华友钴业	中伟股份	格林美	芳源股份	ST 帕瓦
总资产	1365.91	730.23	667.97	30.90	28.88
营业收入	609.46	402.23	332.00	21.61	9.49
净利润	51.58	17.87	13.28	-4.27	-7.27
销售毛利率	17.23%	12.12%	15.29%	-5.17%	-19.11%
资产负债率	64.38%	59.62%	64.82%	81.66%	29.68%
期间费用率	8.9%	7.74%	8.48%	10.97%	14.31%
净营业周期（天）	75.82	85.78	161.05	84.67	164.94

注：以上各指标均为 2024 末/2024 年数据。

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	1/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	1/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	非常弱
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		1/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				6
个体信用状况					bbb
外部特殊支持					0
主体信用等级					BBB

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好。（2）公司个体信用状况下降主要系连续两年大额亏损以及杠杆水平高位上升，导致财务状况得分很低。补充调整主要考虑到公司实现了产品的多元化，有助于经营的持续性，同时公司掌握的相关核心技术为业务开展提供支撑。

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
芳源转债	6.4200	6.4176	2025-02-11	2028-9-23

注：以上债券余额系截至 2025 年 6 月 9 日。

一、 债券募集资金使用情况

公司于2022年9月发行6年期6.42亿元可转换公司债，募集资金计划用于年产5万吨高端三元锂电前驱体（NCA、NCM）和1万吨电池氢氧化锂项目。本期债券募集资金专项账户于2023年11月完成注销手续。近一年公司未调整本期债券转股价，截至2025年6月5日转股价格仍为18.63元，转股期间为2023年3月29日至2028年9月22日，目前本期债券转股率较低。

二、 发行主体概况

2024年以来公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未变更，高管中除一名副总裁朱红斌发生岗位变动外，其他董监高未发生变化，截至2025年3月末公司控股股东、实际控制人仍为罗爱平、吴芳夫妇，其直接持股比例仍为18.43%，但因《一致行动协议》期满后袁宇安等13名一致行动人不再续签¹，其实际控制的表决权比例由24.49%变更为20.29%。截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本仍为5.10亿元。

2024年以来公司主营业务未发生重大变化，仍主要从事锂电池三元正极材料前驱体、锂盐、硫酸盐、碳酸锂等产品的研发、生产和销售，新增的基础化学原料制造及电子专用材料制造业务规模很小。2024年公司针对新业务分别设立了广东清远芳源锂业科技有限公司和广东芳源芯材科技有限公司2家子公司，同时注销1家子公司广西芳源飞南新材料有限公司。

表1 2024 年新增纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
广东清远芳源锂业科技有限公司	0.30	51.00%	基础化学原料制造
广东芳源芯材科技有限公司	0.10	100.00%	电子专用材料制造

资料来源：公司 2024 年审计报告、公开资料，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

¹ 2024 年 8 月 6 日，各股东在上市前签署的《一致行动协议》期限届满，袁宇安等一致行动人确认前述协议到期后不再续签，一致行动关系自然解除，罗爱平、吴芳夫妇、江门市平方亿利投资咨询合伙企业（有限合伙）（员工持股平台）、以及吴芳的近亲属吴文成及金晓雅仍构成一致行动关系，其合计持股 20.29%。

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。

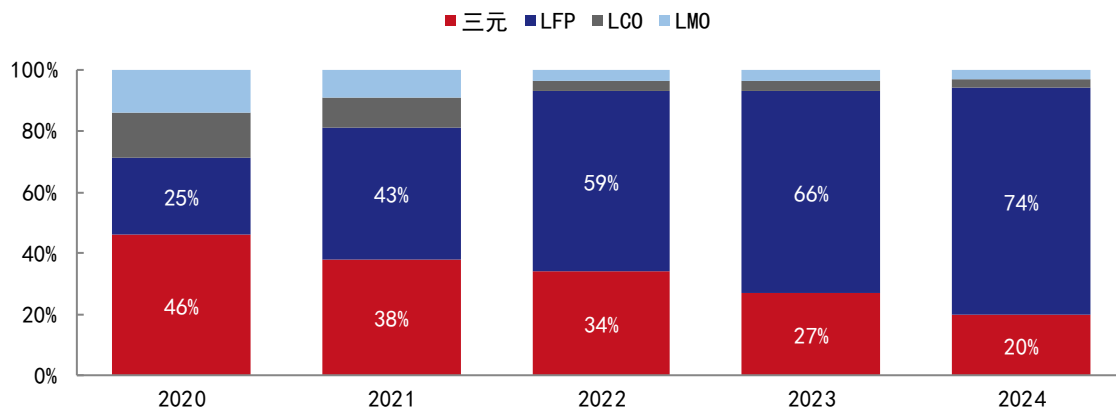
[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

行业环境

2024年以来国内正极材料增长仍主要来自磷酸铁锂，三元正极市场份额继续下降，加之镍、钴、锂上游材料、下游正极材料均维持价格下跌趋势，国内三元前驱体厂家继续面临很大的成本控制压力

正极材料市场继续呈现结构性变化，其中磷酸铁锂出货量大幅增长，市场份额持续上升，而三元正极出货量及市场份额持续下滑。根据 EVTank 联合伊维经济研究院共同发布的《中国锂离子电池正极材料行业发展白皮书（2025 年）》统计数据显示，2024 年中国锂离子电池正极材料出货量为 329.2 万吨，同比增长 32.9%。其中，磷酸铁锂材料出货量达到 242.7 万吨，同比增长 48.2%；三元材料出货量 64.3 万吨，同比下滑 3.2%，磷酸铁锂正极材料在整个正极材料中的市场份额已经达到 73.7%，为正极材料的主要增量来源，三元材料市场份额进一步下降至 19.53%。

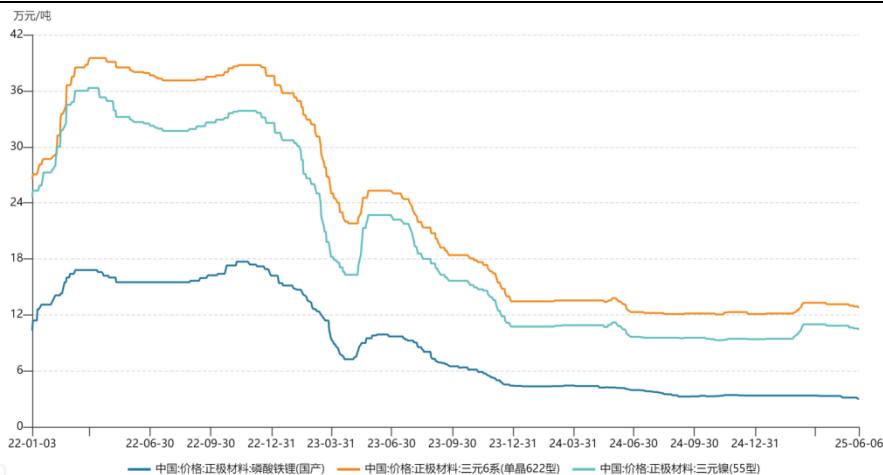
图1 近年三元正极材料市场份额持续下滑



注：LFP 为磷酸铁锂、LCO 为钴酸锂、LMO 为锰酸锂。
资料来源：高工产研锂电研究所、EVTank，中证鹏元整理

从产值来看，由于各类正极材料价格的大幅度下滑，中国锂离子电池正极材料的产值已经连续两年出现较大幅度的负增长。2024年，中国正极材料的行业总产值为2,096.2亿元，同比大幅下滑34.9%，相对于2022年的行业产值高点已下降50%。

图2 2024年正极材料价格维持下跌趋势

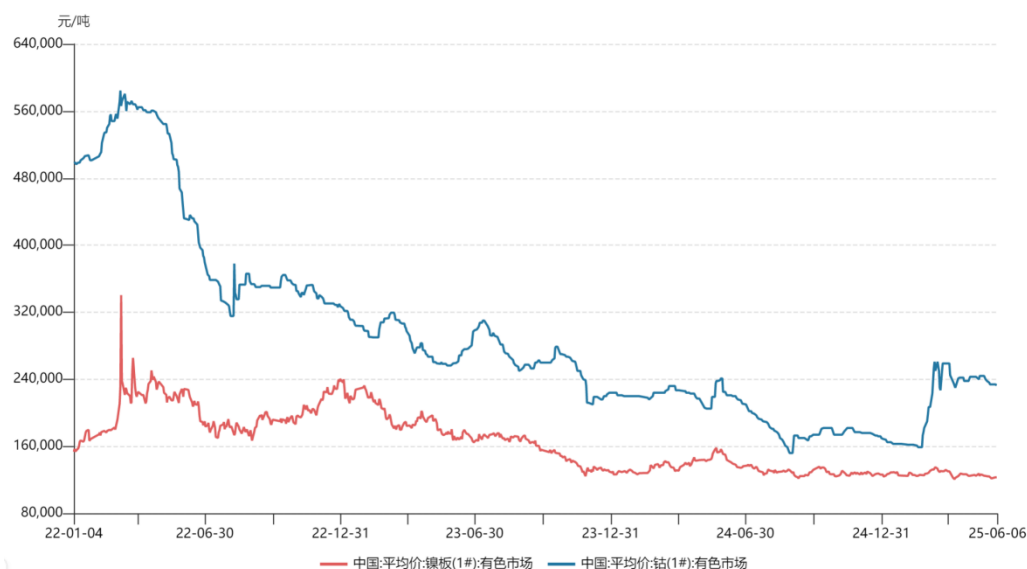


资料来源：Wind，中证鹏元整理

三元前驱体方面，2024年全球产量维持下跌趋势，国内份额提升但面临激烈的价格竞争。三元前驱体系三元正极材料的核心材料，与三元正极材料的市场行情紧密相关。根据 ICC鑫椤锂电数据显示，2024年全球三元前驱体产量为96.3万吨，同比下滑1.7%，中国三元前驱体产量为85.1万吨，同比略增0.7%；中国企业份额达到全球份额的88.4%，创下新高纪录。由于国内动力电池制造商及正极材料制造商以NCM三元前驱体为主流，因此国内前驱体主要生产企业均以NCM三元前驱体产品为主。为应对下游需求变化和激烈的价格战，国内三元前驱体头部企业主要通过自有矿源控制成本并加大与终端车企客户签订战略合作来缓解盈利压力，但未能控制上游金属资源的供应商则面临很大的成本控制压力。

上游的镍、钴金属材料价格持续下跌，三元前驱体生产企业面临成本管控压力。镍钴材料为三元正极材料前驱体的主要原料，随着三元高镍材料渗透率提升以及低钴或无钴材料的开发，镍资源价格对于三元前驱体及三元正极材料价格的影响日趋扩大。2024年以来镍、钴价格维持下跌趋势。由于三元前驱体定价一般为成本加成模式（即原材料+加工费），上游金属材料价格与产品售价之间的传导存在一定滞后性，并且国内价格战导致前驱体加工费下调，对三元前驱体厂商的成本管控产生很大压力。

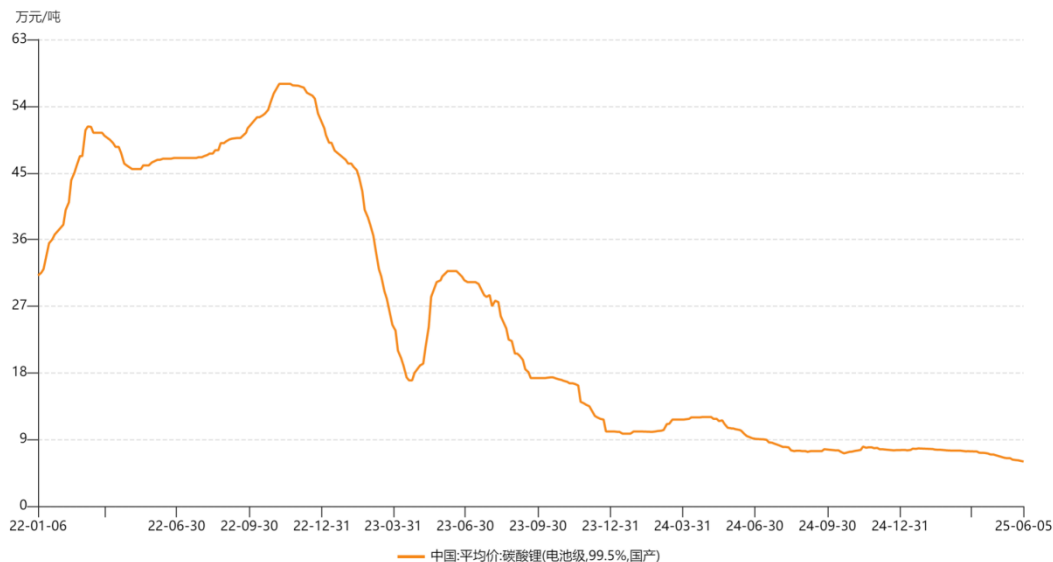
图3 2024年以来电解镍、钴价格整体维持下跌趋势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

碳酸锂方面，受动力电池装机量增速放缓叠加供给端产能持续释放等因素影响，碳酸锂价格持续下跌。从需求端来看，随着终端新能源汽车领域及储能市场的蓬勃发展，2024年中国碳酸锂需求约为85万吨 LCE（碳酸锂当量），同比增长44%，其中67%用于磷酸铁锂正极材料生产，12%用于三元正极材料生产，这与三元正极材料市场份额有所下滑，以及三元中高镍占比不断扩大致使碳酸锂消耗量有所减少密切相关。根据SMM统计数据显示，2024年国内碳酸锂总产量约为68万吨，同比增长47%，其中以锂辉石为原料的占比约为48%，主要是受到一体化锂盐厂新产线的投产以及部分氢氧化锂产线转至碳酸锂的产能补充影响，使得锂辉石端碳酸锂产出增量显著；但同时海外低成本碳酸锂进口量冲击较大，2024年海外碳酸锂进口23万吨，同比增加46%。总体而言，碳酸锂供需同增下，供应增速更胜一筹，过剩量级持续加大。国内过剩格局延续，2024年以来碳酸锂价格继续下跌，截至2025年6月，价格降至6.05万元/吨历史低位。

图4 2024 年以来碳酸锂价格维持下跌趋势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、 经营与竞争

2024年公司产品结构大幅调整,整体收入微增,但毛利率降为负值。2024年受市场环境及核心客户订单调整等影响,公司原核心产品前驱体出货量同比大幅下降,相关收入大幅减少。随着产线改造逐步完成,当期硫酸盐 and 碳酸锂产能增加,出货量快速上升,硫酸盐和碳酸锂的收入大幅增加,综合影响下公司整体收入维持小幅增长。但由于硫酸盐和碳酸锂主要面向国内市场,产品销售价格竞争激烈,加之产线改造初期的产能利用率低、折旧成本高,受此影响,硫酸盐和碳酸锂的毛利率仍为负。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

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
前驱体	11,877.85	29.16%	1.77%	79,302.66	36.69%	6.76%	165,477.26	78.71%	8.15%
硫酸盐	16,658.74	40.89%	-3.89%	62,559.76	28.94%	-9.46%	18,615.65	8.85%	-23.91%
碳酸锂	7,619.30	18.70%	-13.33%	36,422.36	16.85%	-3.65%	917.90	0.44%	-33.42%
球形氢氧化镍	753.09	1.85%	-7.33%	5,202.82	2.41%	-10.25%	2,942.04	1.40%	-7.89%
其他主营业务	2,487.35	6.11%	-33.25%	5,147.12	2.38%	-116.03%	5,412.98	2.57%	-63.74%
主营业务合计	39,396.33	96.71%	-5.93%	188,634.72	87.27%	-4.45%	193,365.82	91.97%	2.65%
其他业务	1,340.38	3.29%	50.87%	27,507.65	12.73%	-10.13%	16,877.44	8.03%	2.41%
营业收入合计:	40,736.71	100.00%	-4.06%	216,142.38	100.00%	-5.17%	210,243.26	100.00%	2.63%

注:硫酸盐类中间品包括硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰等;其他主营业务包括硫酸钴溶液、氢氧化镍、硫酸锰结晶等。

资料来源:公司提供,中证鹏元整理

公司拥有“萃杂不萃镍”湿法冶炼技术，为产品多元化提供技术支撑；但三元锂电池市场份额下降，来自磷酸铁锂等主流技术路线的持续竞争对公司前驱体业务开展带来不利影响

跟踪期内公司的核心技术及其先进性未发生重大变化，“萃杂不萃镍”湿法冶炼技术继续为公司产品多元化转型提供技术支撑。公司以现代分离技术为基础，将金属提纯技术用于包括氢氧化镍、粗制硫酸镍、镍钴料、三元电池废料等资源，可全面利用其中的镍、钴、锰、锂等元素，最终得到高纯硫酸镍、高纯硫酸钴、电池级硫酸锰、电池级锂盐等，实现有色金属综合利用。2024年公司新增专利申请9项，获得专利授权5项，其中“一种硫酸镍、硫酸锂的分离提纯方法”发明专利涉及资源回收技术领域，能较好提升锂和镍的回收效率以及所得硫酸锂和硫酸镍的纯度。其余8项专利申请中，5项与电子级化学品的除杂、提纯及应用相关，2项与废水处理技术相关，1项与制备电池级碳酸锂相关。

三元前驱体业务面临磷酸铁锂等技术路线的持续竞争。当前国内市场以磷酸铁锂电池为主流技术路线，三元锂电池市场份额持续下降，此外氢燃料电池、钠电池、固态锂电池等新技术路线不断涌现，国内锂电行业发展趋势不利于公司前驱体业务开展，对公司的盈利能力带来较大影响。2024年公司缩减了部分研发人员并减少相应投入，当期研发人员从144人下降至122人，研发投入同比下降26.68%。目前公司在研项目仍主要围绕NCM三元前驱体展开，未来将继续面临电池行业技术路线变动带来的经营风险。

2024年核心客户订单持续减少，核心产品三元前驱体的产销量大幅下降。公司业务转型取得一定成效，碳酸锂及中间品硫酸盐的收入大幅增加、但尚未贡献利润，未来盈利仍存在不确定性，同时新业务的客户集中度较高，不利于分散经营风险

前驱体原海外核心客户订单锐减，国内客户订单增加但面临激烈的价格竞争，2024年前驱体业务收入大幅下降。国外前驱体市场主要为NCA三元前驱体，2024年受NCA三元前驱体正极材料市场需求量下降、国外限制性的贸易政策法案及主要客户自身业务需求调整等因素影响，公司毛利率水平较高的NCA三元前驱体销售订单大幅减少，NCA前驱体收入大幅下降。对此，公司积极拓展国内前驱体市场（主要为NCM和NC），2024年以来客户覆盖贝特瑞、巴斯夫杉杉、盟固利、天力等多家锂电正极/电芯企业，全年国内前驱体产品出货量增加，但由于价格竞争，加工费下降，毛利率进一步下滑，亏损加大，预计未来国内前驱体业务仍将面临激烈的价格竞争。

表3 公司前驱体产品收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	产品	2024 年			2023 年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
前驱体	NCA 三元前驱体	4.45	20.59%	21.99%	12.88	61.25%	10.86%
	NCM 三元前驱体	2.66	12.32%	-11.17%	3.51	16.72%	-0.25%
	NC 前驱体	0.82	3.79%	-17.63%	-	-	-

注：占比为该产品收入占营业收入的比重。

资料来源：公司提供

公司持续推进业务转型，产品的多元化有助于业务的持续性，但业绩压力较大。为应对市场变化，

公司积极开拓国内市场并加大硫酸盐类中间品和碳酸锂的销售，2024年二者收入占比均超过15%。其中碳酸锂为新开拓的重要产品，2024年出货量同比实现大幅增长，主要客户为金属贸易商，同时覆盖比亚迪、科恒股份等锂电企业，其中部分贸易商客户签订2025年供货协议。但由于碳酸锂价格持续下跌，叠加产线改造初期产能利用率低，折旧摊销大，碳酸锂业务尚未盈利，未来盈利贡献仍存在不确定性。硫酸盐类中间品主要销售给邦普循环、华友钴业、佳纳能源等锂电下游厂商，2024年该类产品虽收入贡献大，但毛利率亦为负值。此外，公司不断延伸核心技术适用产品范围，开拓电子化学品等新品，目前处于小批量生产阶段，收入贡献很小。

业务转型后，公司客户类型较为多样，但单一产品的客户集中度仍较高。随着公司逐步转型，客户类型已覆盖前驱体、正极材料、电芯等锂电企业和金属贸易商等，但从2024年前五大客户销售情况看，单一产品的客户集中度仍较高，其中三元前驱体收入主要来自客户B和客户C，碳酸锂收入主要来自客户D和客户E，硫酸盐类中间品主要来自客户A。单一客户贡献收入较高，不利于分散经营风险。

表4 2024 年前五大客户销售情况（单位：万元）

客户名称	销售额	占比	主要销售内容	结算账期
客户 A	44,977.77	20.81%	硫酸镍结晶、金属镍豆	月结 30 天
客户 B	38,227.45	17.69%	前驱体	对账后 30 天支付
客户 C	26,596.34	12.31%	前驱体	月结 30 天
客户 D	20,319.29	9.40%	碳酸锂、金属镍豆	现款现货
客户 E	17,490.84	8.09%	碳酸锂	现款现货
合计	147,611.69	68.29%	-	-

注：占比系单一客户的销售额占年度销售总额的比例。

资料来源：公司提供

公司持续调整产能结构，大幅增加硫酸盐及碳酸锂产能，但整体产能利用率仍很低。本期债券募投项目为年产5万吨高端三元锂电前驱体（NCA、NCM）和1万吨电池氢氧化锂项目，于2023年年中建成投产。为应对产业链去库存对三元前驱体生产带来的负面影响，公司依托自身湿法冶炼等核心技术持续推进产品多元化转型，将部分前驱体产线以及1万吨电池氢氧化锂产线改造为碳酸锂产线，产能于2024年下半年特别是第四季度持续释放。同时随着技改产能的提升，电池级硫酸钴、硫酸镍、硫酸锰等硫酸盐类中间品的出货量也随之大幅提升，但前驱体和碳酸锂的产能利用率仍很低。截至2025年4月，公司产线改造基本完成，预计未来资本开支较小。截至2025年3月末公司在手订单数量为3,864.36吨，预计金额1.79亿元，未来产能利用率提升仍面临较大的消化压力。

表5 2024 年主要产品销售及生产情况（单位：吨、万元）

主要产品	产能	生产量	销售量	营业收入	产能利用率	产销率
前驱体	34,000.00	8,649.08	8,904.11	79,302.66	25.44%	102.95%
镍钴盐	45,600.00	24,422.57	32,473.52	-	53.56%	132.97%
碳酸锂	24,000.00	4,654.36	4,960.43	36,422.36	19.39%	106.58%

球形氢氧化镍	1,800.00	765.92	675.64	5,202.82	42.55%	88.21%
--------	----------	--------	--------	----------	--------	--------

注：硫酸盐类中间品包括硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰等，2024 年营业收入为 6.26 亿元。

资料来源：公司提供

由于产品及客户结构的大幅调整，2024年原材料采购发生较大变化，前五大供应商的集中度下降，但当前锂电产业链上下游材料价格持续下跌，公司持续面临成本控制压力

由于产品及客户结构的大幅调整，2024年原材料采购对供应商的依赖度下降。公司原主要为松下提供高镍NCA三元前驱体，应松下要求需提前储备较大规模的镍豆，2024年松下订单锐减，镍豆采购量相应大幅减少；同时为满足国内三元前驱体客户订单需求以及镍湿法冶炼获取镍金属材料更具成本优势，相应加大氢氧化镍的采购量。此外，碳酸锂业务放量对锂需求增加，相应增加硫酸锂的采购量。受采购品种的调整，2024年前五大供应商的集中度大幅下降。除镍豆的采购对松下有一定依赖之外，镍湿法冶炼中间品的采购拓展了托克及其他国内贸易商，对第一大供应商的依赖度减小。

当前锂电产业链上下游材料价格持续下跌，公司成本控制压力很大。原材料占成本的比重高，2024年以来镍金属材料、碳酸锂等上游材料、下游正极材料均维持价格下跌趋势，行业竞争加剧，公司面临原材料价格下降以及加工费下调等多重压力。

表6 2024 年公司核心原材料采购情况

项目	金额（万元）	占比	重量（吨）	平均价格（万元/吨）
氢氧化镍	77,140.29	41.17%	45,706.23	1.69
镍豆	24,924.26	13.30%	1,553.00	16.05
硫酸锂	24,476.16	13.06%	80,513.36	0.30
氢氧化钴	7,953.02	4.24%	2,160.64	3.68
硫酸镍	7,717.64	4.12%	6,838.10	1.13
合计	142,211.37	75.90%	-	-

注：占比系单一原材料的采购额占年度采购总额的比例。2023 年镍豆及氢氧化镍的采购量分别为 0.36 万吨、2.72 万吨，采购均价分别为 18.92 万元/吨、2.01 万元/吨，采购额分别为 6.90 亿元和 5.47 亿元，占年度采购额的比重为 43%和 34%。

资料来源：公司提供

表7 2024 年前五大供应商采购情况（单位：万元）

供应商名称	采购额	占比（%）	采购内容
供应商 A	32,592.10	17.39	镍湿法冶炼中间品
供应商 B	26,879.40	14.35	金属镍豆、金属钴豆
供应商 C	15,052.62	8.03	镍湿法冶炼中间品
供应商 D	13,582.40	7.25	镍湿法冶炼中间品
供应商 E	8,976.56	4.79	硫酸锂溶液、含锂物料
合计	97,083.09	51.81	

注：占比系单一供应商的采购额占年度采购总额的比例。2023 年前五大供应商占比合计 80%，其中第一大供应商和第二大供应商的采购额占比分别为 44%和 23%。

资料来源：公司提供

五、 财务分析

财务分析基础说明

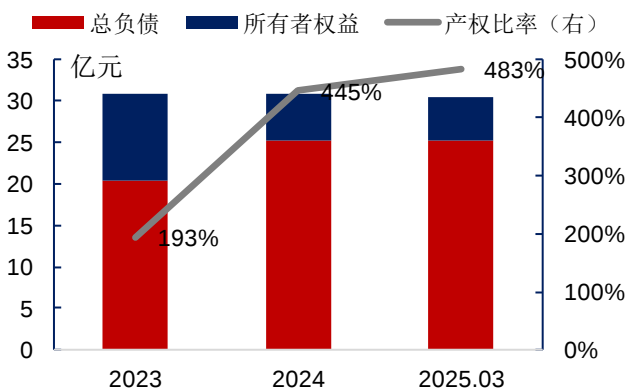
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准的无保留意见的2023-2024年审计报告及未经审计的2025年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

2024 年公司仍大额亏损，净资产进一步下降，杠杆水平高位上升，现金短期债务比维持低位，获取流动性资源的能力弱化，整体偿债压力很大

资本实力与资产质量

公司资本实力大幅下降。2024年公司继续大幅亏损，导致所有者权益进一步减少，同时经营性负债及刚性债务同比均持续增加，总负债上升。综合影响下，公司产权比率大幅提升，权益对负债保障程度显著下降且处于极低水平。

图5 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

表8 2025 年 3 月末公司所有者权益构成

项目	金额（亿元）	
	2025 年 3 月	2024 年 3 月
实收资本	5.10	5.10
其他权益工具	1.64	1.64
资本公积金	7.92	7.89
盈余公积金	0.22	0.22
未分配利润	-7.90	-3.07
所有者权益	5.21	10.40

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产以固定资产和存货为主，需关注固定资产以及存货的减值风险。2024年末固定资产小幅增加主要系碳酸锂产线改造增加设备投入；若未来公司订单不足将导致固定资产闲置、产能利用率持续低下，固定资产可能会发生减值。期末存货减少主要系公司继续执行原材料去库存策略，2024年处理了部分呆滞存货并计提减值准备，考虑到存货易受终端市场需求波动，以及镍、钴、锂等原材料价格下跌等因素影响，未来仍需关注存货跌价风险。

应收账款增加，占用公司营运资金，且存在一定的坏账风险。2024年末应收票据快速增加，主要系硫酸盐类产品销售量增加而该类产品交易客户一般使用银行承兑汇票。2024年以来公司销售回款期限拉长，叠加当年12月份销售量同比增加，导致期末应收账款增幅较大，2025年一季度末随着货款回收应收账款规模有所回落，但对公司营运资金仍有一定占用。

受限资产规模上升，货币资金余额处于历史较低位，融资弹性变差。2024年末受限资产账面价值合计5.45亿元，同比大幅增加，主要系新增抵押固定资产2.82亿元，系IPO及本期可转债的募投项目建设前进行了土地抵押，募投项目建成后新纳入地上建筑物。2024年末货币资金余额较上年有所回升但仍处于历史较低水平。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

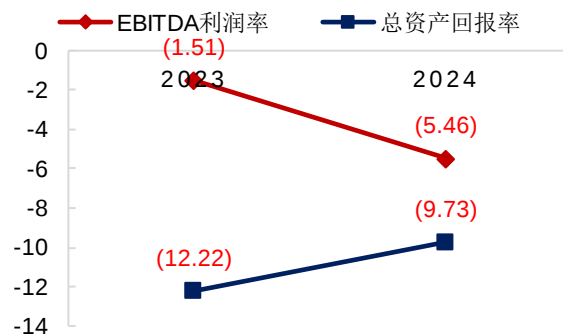
项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	1.89	6.22%	1.71	5.52%	0.93	3.01%
应收票据	1.84	6.05%	1.73	5.62%	0.75	2.44%
应收账款	1.48	4.86%	2.33	7.55%	1.03	3.33%
存货	5.49	18.07%	5.21	16.87%	7.55	24.47%
其他流动资产	2.31	7.61%	2.33	7.53%	1.95	6.30%
流动资产合计	14.52	47.84%	14.95	48.38%	13.35	43.25%
固定资产	12.31	40.57%	12.50	40.46%	12.22	39.59%
非流动资产合计	15.83	52.16%	15.95	51.62%	17.52	56.75%
资产总计	30.36	100.00%	30.90	100.00%	30.86	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

公司盈利能力很弱，预计短期内较难显著改善。2024年公司营业收入较 2023 年略有增长，净利润继续大幅亏损。亏损主要原因：一方面系三元材料市场需求走低，三元前驱体原第一大客户订单大幅减少，产品出货量及销售收入均同比下降，产品毛利率下滑。为应对下游市场及行业变化带来的不利影响，2024年公司对产线进行技术改造，提升硫酸盐类及电池级碳酸锂的产能，但产能利用率偏低，单位成本上升，硫酸盐、碳酸锂的收入虽然快速增加，但毛利率均为负数，未带来盈利贡献。另一方面，2024 年镍钴锂等金属价格大幅波动且总体呈现震荡下跌的走势，公司计提了部分存货跌价准备；且为清理积压库存，处理了部分呆滞存货，产生销售亏损。受上述因素综合影响，公司继续大额亏损，主要盈利指标 EBITDA 利润率、总资产回报率仍为负值。未来公司经营策略全面转向国内市场，同时计划通过增加回收废料提炼原材料方式降本增效，考虑到国内市场价格竞争非常激烈，且回收料替代 MHP（氢氧化镍钴）的供应量有限，预计未来短期内扭亏难度仍很大。

图6 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

公司债务短期化，偿债压力加大。公司债务由银行借款、本期债券构成，其中2024年银行借款整体呈增加趋势，但短期债务占比持续上升，偿债压力加大；应付债券增加主要系按面值计提利息增加。

表10 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	5.66	22.49%	5.72	22.69%	4.03	19.80%
应付账款	3.55	14.13%	3.71	14.72%	1.89	9.31%
一年内到期的非流动负债	2.96	11.76%	3.02	11.98%	2.03	9.99%
流动负债合计	14.42	57.34%	14.36	56.90%	8.74	42.95%
长期借款	4.58	18.22%	4.74	18.81%	6.18	30.38%
应付债券	5.36	21.32%	5.27	20.89%	4.89	24.07%
非流动负债合计	10.73	42.66%	10.87	43.10%	11.60	57.05%
负债合计	25.15	100.00%	25.23	100.00%	20.34	100.00%
总债务	21.05	83.70%	20.85	82.63%	18.17	89.35%
其中：短期债务	10.67	50.69%	10.38	49.81%	6.61	36.39%
长期债务	10.38	49.31%	10.46	50.19%	11.56	63.61%

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

公司杠杆水平高位上升。2024年以来公司经营活动净现金流虽有所改善，但考虑折旧摊销因素的FFO仍呈现净流出状态，当期净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA利息保障倍数等杠杆指标均表现较差，且由于持续大幅亏损，负债增加，导致资产负债率快速攀升至80%以上高位。

表11 公司偿债能力指标

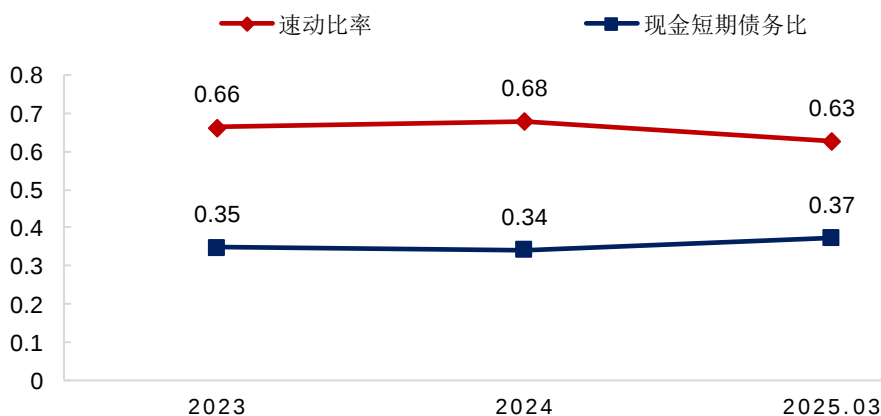
指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.31	0.74	-3.26

FFO（亿元）	--	-2.74	-1.56
资产负债率	82.85%	81.66%	65.90%
净债务/EBITDA	--	-15.26	-51.94
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.30	-0.48
总债务/总资本	80.17%	78.63%	63.32%
FFO/净债务	--	-15.20%	-9.47%
经营活动现金流净额/净债务	1.82%	4.10%	-19.76%
自由现金流/净债务	1.06%	-0.07%	-45.48%

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

公司流动性处于较低水平，获取流动性资源的能力一般。2024年以来货币资金余额增加但同时短期债务增加，期末现金短期债务比维持低位，速动比率亦处于偏低水平。虽然公司作为A股上市公司，融资渠道较为多样，尚未使用的银行授信额度尚可，但公司盈利持续表现不佳，杠杆水平高位上升，资产受限规模增加，融资弹性下降，同时我们关注到2025年以来公司银行贷款余额有所下降。

图7 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（2025年5月14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；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，截至报告查询日（2025年6月5日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

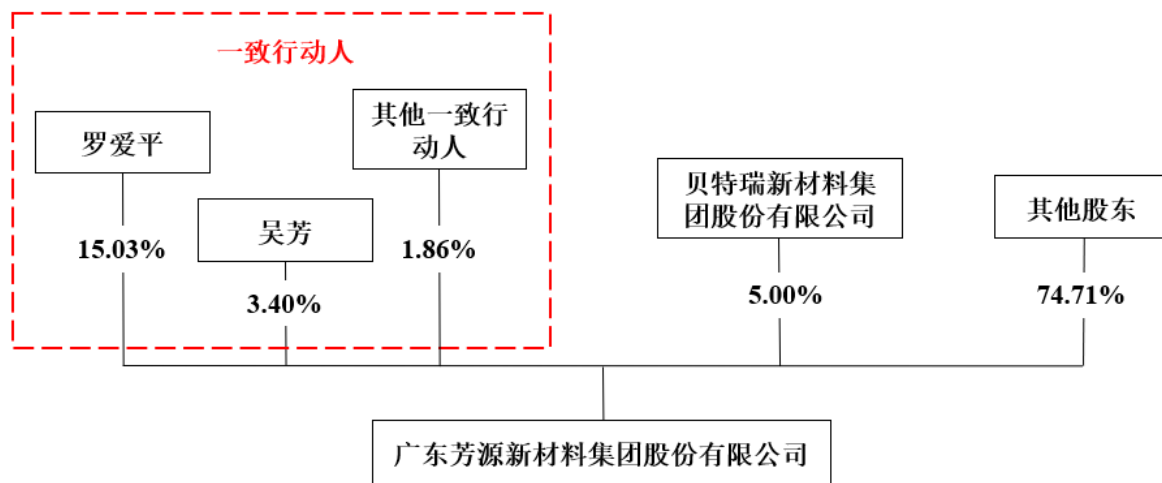
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	1.89	1.71	0.93	6.78
存货	5.49	5.21	7.55	13.43
流动资产合计	14.52	14.95	13.35	28.43
固定资产	12.31	12.50	12.22	6.11
非流动资产合计	15.83	15.95	17.52	13.61
资产总计	30.36	30.90	30.86	42.04
短期借款	5.66	5.72	4.03	4.25
应付账款	3.55	3.71	1.89	8.52
一年内到期的非流动负债	2.96	3.02	2.03	0.92
流动负债合计	14.42	14.36	8.74	16.72
长期借款	4.58	4.74	6.18	4.04
应付债券	5.36	5.27	4.89	4.54
长期应付款	0.29	0.35	0.00	0.70
非流动负债合计	10.73	10.87	11.60	10.16
负债合计	25.15	25.23	20.34	26.88
总债务	21.05	20.85	18.17	17.16
其中：短期债务	10.67	10.38	6.61	7.44
长期债务	10.38	10.46	11.56	9.72
所有者权益	5.21	5.67	10.53	15.16
营业收入	4.07	21.61	21.02	29.35
营业利润	-0.50	-4.04	-5.08	0.21
净利润	-0.50	-4.27	-4.56	0.05
经营活动产生的现金流量净额	0.31	0.74	-3.26	-3.00
投资活动产生的现金流量净额	0.50	-0.45	-4.27	-2.93
筹资活动产生的现金流量净额	-0.64	0.43	2.09	9.76
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	-1.18	-0.32	1.40
FFO（亿元）	--	-2.74	-1.56	0.01
净债务（亿元）	17.20	18.01	16.51	10.26
销售毛利率	-4.06%	-5.17%	2.63%	11.04%
EBITDA 利润率	--	-5.46%	-1.51%	4.78%
总资产回报率	--	-9.73%	-12.22%	0.91%
资产负债率	82.85%	81.66%	65.90%	63.94%
净债务/EBITDA	--	-15.26	-51.94	7.31
EBITDA 利息保障倍数	--	-1.30	-0.48	3.02
总债务/总资本	80.17%	78.63%	63.32%	53.09%

FFO/净债务	--	-15.20%	-9.47%	0.08%
经营活动现金流净额/净债务	1.82%	4.10%	-19.76%	-29.21%
速动比率	0.63	0.68	0.66	0.90
现金短期债务比	0.37	0.34	0.35	1.04

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）



资料来源：公司提供

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