

中贝通信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【794】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。

中贝通信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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
中贝转债	A+	A+

评级日期

2025年6月27日

联系方式

项目负责人：王钰
wangyu@cspengyuan.com

项目组成员：王鹏
wangp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：公司业务多元化程度显著提升，5G 新基建和智算业务等核心业务在手订单较为充足，短期内收入较有保障，新拓展的智算业务业绩初步释放；但同时中证鹏元关注到，公司实际控制人减持，且持股比例仍有可能进一步下降，智算业务投资规模很大，需重点关注智算业务业绩表现，传统的 5G 新基建业务获取新订单大幅减少且未来仍承压，同时下游客户占款规模仍较大，总债务翻番，面临较大债务压力，信息披露等内部治理制度有待完善。

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，公司仍是国内三大电信运营商的主要通信网络技术服务商之一，5G 新基建和智算业务等核心业务在手订单较为充足。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	79.69	80.88	61.40	46.32
归母所有者权益	20.65	20.40	19.40	17.84
总债务	40.87	40.20	19.44	7.28
营业收入	5.49	29.84	28.62	26.43
净利润	0.17	1.47	1.46	1.11
经营活动现金流净额	-0.94	1.81	1.42	0.51
净债务/EBITDA	--	6.45	3.32	-0.51
EBITDA 利息保障倍数	--	3.93	6.53	7.99
总债务/总资本	65.62%	65.50%	49.18%	28.09%
FFO/净债务	--	10.43%	17.48%	-85.06%
EBITDA 利润率	--	17.23%	8.91%	7.91%
总资产回报率	--	4.09%	3.70%	3.32%
速动比率	0.83	0.88	1.01	1.19
现金短期债务比	0.30	0.43	0.96	1.48
销售毛利率	19.74%	19.07%	16.31%	16.96%
资产负债率	73.13%	73.82%	67.28%	59.77%

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 5G 新基建和智算业务等核心业务在手订单较为充足，短期内收入较有保障，新拓展的智算业务业绩初步释放。公司业务资质在通信网络技术服务各专业类型业务全覆盖，截至 2025 年 3 月末未完工的手订单合同金额约 77 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司在手智算合同金额约为 26 亿元，跟踪期内智算业务收入初具规模，业务毛利率较高。2024 年及 2025 年一季度公司分别实现智算业务收入 2.69 亿元和 1.35 亿元，业务毛利率分别为 41.04% 和 36.88%。

关注

- 5G 新基建业务获取新订单大幅减少且未来仍承压，同时下游客户占款规模仍较大。**2024 年公司 5G 新基建业务签订合同金额同比大幅减少，随着 5G 基础设施建设的不断完善，预计电信运营商将进一步缩减开支，中长期来看公司 5G 新基建业务新订单获取承压。同时公司应收账款规模仍较大，占用公司资金，2025 年 3 月末应收账款为 19.30 亿元，占期末总资产的比例达 24.23%。
- 智算业务投资规模很大，面临资本支出压力、高端 AI 算力采购受限风险、资产减值风险、市场竞争加剧等行业风险，需重点关注智算业务业绩表现。**2024 年公司大力投资智算业务，截至 2024 年末，公司智算业务累计投资约 30 亿元，且在建项目、拟定向增发的募投项目仍以智算业务相关项目为主，智算业务将在很大程度上决定公司业绩表现，需重点关注未来智算业务业绩表现。当前各地智算中心投资热情高涨、智算市场竞争加剧。技术迭代较快，公司面临算力设备资产减值风险。未来人工智能行业技术若出现重大变革，可能导致智能算力的需求不及预期。此外，2025 年以来美国进一步限制芯片出口将影响公司高端 AI 算力采购，后续项目建设可能不达预期。
- 新能源电池业务投资规模较大，面临行业竞争激烈、行业产能利用率低等风险。**2024 年公司投资 8 亿元建设新能源电池生产线，拓展新能源业务，已于 2025 年 1 月投产。考虑到当前动力电池与储能领域竞争激烈，市场整体产能利用率不高，公司作为新进入者，自建产线投产后受市场拓展及竞争等影响，是否实现预期收益存在一定的不确定性。
- 总债务翻番，且新增的融资租赁占比较高，整体杠杆水平较高，面临较大债务压力。**2024 年以来因智算业务、新能源投资需求较大，公司银行借款、融资租赁等融资大幅增加，2025 年 3 月末总债务达 40.87 亿元，较 2023 年末翻番，其中融资租赁（包括直租和回租）占比达 31.06%，基本均为当期新增。同期末资产负债率攀升至 73.13%，现金短期比下降至 0.30。
- 2025 年一季度业绩大幅下滑。**受 5G 新基建业务订单推进滞后、新能源电池产线资产和研发投入过大、财务费用增加等因素影响，2025 年一季度公司营业收入同比下降 24.67%，归母净利润同比下降 59.49%。
- 实际控制人减持，且持股比例仍有可能进一步下降。**截至 2025 年 3 月末，公司控股股东、实际控制人李六兵与梅漫夫妇合计持股 26.77%，较 2023 年末下降 4.89 个百分点，主要系李六兵协议转让其持有的 5% 股份所致。2025 年 3 月公司公告，拟向特定对象发行不超过本次发行前公司总股本的 30%，假设按照发行数量的上限进行测算，本次发行后，李六兵、梅漫夫妇合计持股比例将进一步降至 20.59%。
- 信息披露等内部治理制度有待完善。**2024 年公司两次因信息披露问题被上海证券交易所和湖北证监局处罚。

同业比较（单位：亿元，%）

指标	中国通信服务 (0552.HK)	润建股份 (002929.SZ)	中贝通信 (603220.SH)	宜通世纪 (300310.SZ)	嘉环科技 (603206.SH)
总资产	1,366.18	175.75	80.88	31.02	71.78
营业收入	1,500.00	91.99	29.84	25.02	44.80
净利润	36.07	2.01	1.47	-0.34	0.69
销售毛利率	11.73%	15.67%	19.07%	8.90%	13.34%
EBITDA 利润率	3.93%	4.95%	17.23%	-1.15%	2.56%
总资产回报率	2.79%	1.24%	4.09%	-1.09%	1.03%

资产负债率	65.88%	64.71%	73.82%	40.23%	68.83%
-------	--------	--------	---------------	--------	--------

注：以上各指标均为 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
技术硬件与半导体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	6/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	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		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
中贝转债	5.17	5.11	2024-9-13	2029-10-19

一、 债券募集资金使用情况

公司于2023年10月18日发行6年期51,700.00万元可转债，扣除发行费用后募集资金净额为50,805.30万元，拟全部用于中国移动2022年至2023年通信工程施工服务集中采购项目。根据公司2025年4月25日披露的《2024年度募集资金存放与使用情况鉴证报告》，公司募集资金专户均于2024年度销户。

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未发生变更。总股本从2023年3.35亿股增至2025年3月末的4.34亿股，主要系资本公积转股¹所致。截至2025年3月末，李六兵与梅漫夫妇仍为公司控股股东、实际控制人，合计持股26.77%，较2023年末下降4.89个百分点，主要系当期李六兵协议转让其持有的5%股份所致；李六兵质押股票1,251万股，占公司股本比例2.88%。此外，公司股东李云（持股1.77%，无股票质押）与公司实际控制人李六兵为兄弟关系。

2025年3月公司公告拟向特定对象发行不超过本次发行前公司总股本的30%，即不超过1.30亿股。截至2025年3月31日，公司总股本为4.34亿股，假设按照发行数量的上限进行测算，本次发行后，公司总股本将由发行前的4.34亿股增加至5.65亿股，李六兵、梅漫夫妇合计持有的公司股份比例将变更为20.59%，李六兵、梅漫夫妇仍为公司控股股东、实际控制人，但持股比例进一步下降。

公司主营业务仍以5G新基建、智慧城市等业务为主，同时加大算力运营、新能源等新业务投资力度。2024年2月公司公告，拟投资不超过30亿元在多地建立算力集群，为客户提供算力服务。截至2024年末，公司已累计投入约30亿元，完成了上海、青海、合肥、武当等多个智算集群的建设，初步形成了全国智算中心的基本布局，2024年智算业务收入初具规模。

公司拟投资不超过8亿元在合肥市蜀山区建设动力电池与储能系统项目，实现公司在动力电池和储能领域的产业布局。公司5GW动力电池与储能系统产线已于2025年1月投产，产品主要为商用车动力电池及工商业储能电池。

公司控股子公司Bester Telecom International Limited（以下简称“贝通信国际”）拟以自有资金2,500万美元收购PT. Semesta Energi Services（以下简称“Semesta”）55%股权。本次交易系溢价收购，产生的商誉金额约为6,000万元，原股东进行了业绩承诺。本次交易不构成重大资产重组。Semesta是印尼知名的通信及能源基础设施建设商和信息技术服务提供商，收购该公司是公司推进海外业务发展的重要一步。

此外，公司于2023年收购了贵州浙储能源有限公司（以下简称“浙储能源公司”），其股东及汤伟飞承诺目标公司2024年度归属于母公司所有者的税后净利润与扣除非经常性损益的税后净利润（经审

¹ 2024年公司回购注销限制性股票激励计划部分限制性股票、本期债券转股等事项对总股本的影响很小。

计净利润) 较低者不低于2,000万元。初步测算2024年浙储能源未完成业绩承诺(该项长期股权投资当期实现损益为-527.41万元)。

人事方面, 2024年公司换届选举, 董事、监管、高级管理人员大量更换。其中总经理从李六兵变更为邹鹏飞; 财务负责人从李云变更为余克勤。

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, 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。

行业环境

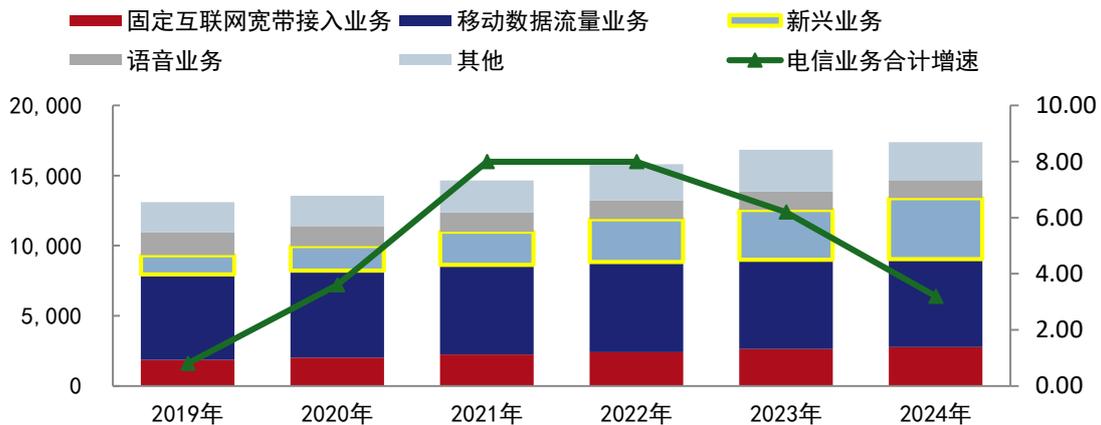
2024年电信行业市场规模保持增长, 但增速放缓, 其中数据中心、云计算等新兴领域增势显著, 系未来主要增量空间。通信网络技术服务行业集中度高、竞争激烈, 综合性服务商有望占据更多市场

通信网络技术服务行业下游为电信行业, 2024年电信行业市场增速放缓, 细分领域增长分化较大, 数据中心、云计算等新兴业务系电信行业未来主要增量。2024年国内电信业务收入合计达到1.74万亿元, 比上年增长3.2%, 业务结构呈现移动互联网、固定宽带接入、云计算等新兴业务“三轮”驱动特点。其中, 移动数据流量业务、固定互联网宽带接入业务系电信业务传统收入来源, 2024年分别占电信业务收

入比重的36.2%和15.9%，但上述业务目前市场渗透率已接近饱和，业务增速缓慢。

DeepSeek等重量级大模型的出现、以及新一代信息技术与各行业深度融合，共同造就了新兴业务的蓬勃发展。数据中心、云计算、大数据、物联网等新兴业务近年发展迅猛，2024年共完成业务收入4,348亿元，占比由上年的21.6%提升至25%，其中，云计算、大数据、移动物联网业务收入比上年分别增长13.2%、69.2%和13.3%；三大运营商云计算业务收入同比增长均超过17%。2024年中国人工智能产业延续高速增长态势，DeepSeek带来的算法效率的提升及开源低成本催生更多用户和场景的加入，推动了大模型普及与应用落地，带动智算算力建设需求大幅增长。随着“东数西算”工程、新型基础设施等国家政策规划出台，我国智算中心建设掀起落地热潮，当前我国超过30个城市正在建设或提出建设智算中心。中国智能算力行业在大模型技术突破、政策驱动及应用场景拓展的三重因素作用下，呈现高速增长与结构优化并行的特征。据IDC数据显示，2024年中国智能算力规模达725.3百亿亿次/秒（EFLOPS），同比增长74.1%，市场规模突破190亿美元，增速达86.9%，成为数字经济发展的核心引擎。

图1 近年我国电信业务收入持续增长，但增速放缓（单位：亿元、%）



资料来源：工信部 2019-2024 年通信业统计公报，中证鹏元整理

2024年三大运营商持续降低资本开支，使得我国通信网络固定资产投资负增长，预计未来投资重心将持续向算力网络倾斜。通信网络技术服务行业中，下游三大电信运营商和中国铁塔股份有限公司在电信行业处于寡头垄断地位。随着我国网络基础设施的日趋完善，传统的移动、固网建设投资下降，使得我国通信网络固定资产投资负增长，但算力投资仍保持较快增长。2024年电信、广播电视和卫星传输服务固定资产投资完成额同比下降7.30%，2025年1-4月累计同比下降12.70%；三大电信运营商2024年财报显示，2024年三家公司资本开支合计为3,189亿元，同比下降9.7%，降幅高于2024年初指引4.5%。展望2025年，三家运营商合计资本开支指引同比下降9.1%至2,889亿元，投资规模继续下降，但中国电信、中国联通指引算力投入预计同比增长22%和28%。与新兴通信业务配套的千兆光网、数据中心建设有序推进。

图2 电信固定资产投资增速放缓（单位：亿元）



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

通信网络技术服务行业内竞争激烈，头部企业占据主要市场份额。通信网络技术服务行业竞争格局长期维持为中国通信服务（0552.HK）等三大电信运营商下属通信网络技术服务企业占据较大市场份额；第二梯队以行业上市公司为主，参与三大运营商招标项目，保持一定竞争优势；第三梯队是其他大量单体市场份额小的通信技术服务企业，与第一、二梯度企业综合实力差距较大。随着运营商推行“集中采购”和“降本增效”政策，未来市场压力或将加大，综合性服务商有望占据更多市场份额。

表1 通信网络技术服务行业竞争格局

梯队	主要市场主体	特征
第一梯队	中国通信服务（0552.HK）等三大电信运营商下属通信网络技术服务企业	国内主流电信运营商旗下的大型通信技术服务公司，市场份额远超其他通信网络技术服务商。
第二梯队	润建股份（002920.SZ）、中贝通信（603220.SH）、宜通世纪（300310.SZ）等上市公司	较早进入行业，拥有较为齐全的资质证书，在技术、成本、服务质量或细分领域方面上具有一定优势的企业，大多为上市公司，营业收入均低于100亿元。
第三梯队	其他单体市场份额小的通信技术服务企业	主要面向当地客户，业务资质单一的企业。该梯队内企业数量众多，单一企业营业收入规模小。

资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司系国内主流通信网络技术服务商之一，跟踪期内，在原有的5G新基建、智慧城市业务基础上，公司大力布局的智算业务收入初具规模，同时新能源电池生产线于2025年1月投产。2024年公司营业收入仍以传统的5G新基建、智慧城市及其他为主，合计占比90.90%；毛利润以5G新基建为主，智算业务毛利润已高于智慧城市及其他。

2024年公司主要发力智算业务，也同时建设新能源电池产能，5GW动力电池与储能系统产线已于2025年1月投产，主要生产大容量刀片锂电池，为商用车（轻卡、重卡）提供动力电池，为工业商用电大户提供储能系统，考虑到当前动力电池与储能领域竞争激烈，市场整体产能利用率不高，公司作为新进入者，自建产线投产后受市场拓展及竞争等影响，是否实现预期收益存在一定的不确定性。

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
5G新基建	3.39	62.50%	16.21%	19.68	66.54%	18.23%	22.40	78.57%	16.33%
智算业务	1.35	24.83%	36.88%	2.69	9.10%	41.04%	0.07	0.25%	45.83%
智慧城市及其他	0.69	12.67%	0.83%	7.20	24.36%	11.97%	6.04	21.18%	15.36%
合计	5.43	100.00%	19.39%	29.57	100.00%	18.78%	28.50	100.00%	16.19%

注：为更好反映公司主营业务情况，对主营业务行业分类进行调整。新增“智算业务”单独列示，将上年“智慧城市与新业务”及“光电子产品及其他”业务中非智算业务合并为“智慧城市及其他”列示。

资料来源：公司提供

（一）5G新基建业务

公司通信网络技术服务工程资质齐全且项目经验丰富，系国内三大电信运营商的主流通信网络技术服务服务商之一，2024年仍保持一定的市场份额和较高的客户认可度

公司通信网络技术服务资质齐全，维持在通信网络技术服务的全部专业类型业务覆盖。2024年以来公司通信网络技术服务专业资质无重要变化，齐全的专业资质使公司可以承接各类的通信工程项目，涵盖核心网、传送网、无线网与通信配套等通信网络技术服务的全部专业。

公司保持一定的市场份额，并获得较好的客户认可度。2024年完成国内业务量12.69亿元，传统业务方面：中国联通一干设备安装工程中标区域和中标金额都创下新高，河北广电光缆线路EPC工程项目实现了广电业务的重大突破公司；新业务方面：新增与中移集成、中移成研院、阿里云等公司合作项目，承接湖北交投、葛洲坝电力等大型国企投资的高速公路机电工程与迁改项目。继续获评中国移动网络综合代维一级集采中A级供应商，并获得人社部与工信部联合授予的“全国工业和信息化系统先进集体”称号（全国共291家单位），成为通信领域技术创新与产业升级的代表企业之一。

公司目前存量在手5G新基建业务订单较充足，短期内收入仍较有保障，公司5G新基建业务获取新订单大幅减少且未来仍承压，且公司对中国移动等大客户依赖较大，议价能力较弱且回款周期较长，业务形成的应收账款规模较大

公司5G新基建业务获取新订单大幅减少且未来仍承压。公司客户主要为下游中国移动、中国联通、中国电信以及中国铁塔等重要电信运营商，公司通过投标方式承接客户业务。2024年公司5G新基建业务中标量约9亿元，签订合同金额约6亿元，均同比大幅减少。预计下游电信运营商资本开支将进一步缩减，公司5G新基建业务订单获取承压。截至2025年3月末公司未完工的在手订单合同金额充足，为77.04亿元，存量订单仍较充足，短期内收入仍较有保障。

表3 公司 5G 新基建业务投标情况

年份	中标个数 (个)	中标份额 (亿元)	合同金额 (亿元)	截至 2025 年 3 月末，公司 5G 新基建在手合同金额
2024 年	57	8.85	6.11	77.04

2023年	59	23.99	16.33
2022年	69	18.87	14.17

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司5G新基建业务客户集中度显著下降，但仍较高，考虑到国内运营商各地分公司经营相对独立，地区风险相对可控。2024年前五大客户收入占比下降至89.03%，其中来源单一客户中国移动占比下降至60.47%，但占比仍较高，若中国移动的通信基础设施建设规划发生重大变化，或公司技术未能跟进匹配中国移动通信网络基础设施建设技术要求，可能存在大客户流失对公司业绩造成较大影响的风险。但由于国内电信运营商各地分公司运营相对独立，且公司开展业务的区域较为均衡，国内华中、华北、华南、西北、华东地区收入占公司总营业收入比重均为10-20%区间，按照单一客户口径来看，公司前五大客户集中度下降至29.23%，下游客户区域性风险相对可控。

表4 公司5G新基建业务前五大客户及销售情况（单位：亿元）

2024年			2023年		
客户	销售金额	收入占比	客户	销售金额	收入占比
中国移动通信集团公司	11.90	60.47%	中国移动通信集团公司	15.30	68.32%
中国电信集团公司	2.03	10.32%	中国联合网络通信集团有限公司	1.76	7.86%
中国联合网络通信集团有限公司	1.69	8.59%	中国电信集团公司	1.60	7.14%
Mobile Telecom Company-Saudi Arabia	1.14	5.79%	FutureNet and Technology Corp.	1.57	7.01%
中国铁塔股份有限公司	0.76	3.86%	Mobile Telecom Company-Saudi Arabia	1.17	5.22%
合计	17.52	89.03%	合计	21.40	95.55%

注：上表与公司2023-2024年年度报告披露的前五大客户数据差异主要系口径差异所致，上表按照客户集团合并口径统计，公司2023-2024年年度报告披露的前五大客户数据按照单一客户口径统计。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司业务回款周期仍较长，应收账款规模较大，存在较大的营运资金压力。公司5G新基建业务按照工程进度结算回款，2024年应收账款账面价值为20.86亿元，占总资产的比例达25.79%。2024年公司加大回款催收力度，年度回款较上年增加，当期经营活动现金流净额大幅提升27.43%，存货周转天数有小幅改善，公司营运效率有所提升。

表5 公司主要营运指标（单位：天）

项目	2024年	2023年
应收账款周转天数	246	249
存货周转天数	67	73
应付账款周转天数	261	259
净营业周期	52	63

资料来源：公司2021-2023年审计报告，中证鹏元整理

海外业务收入下降但仍有一定规模，面临一定的汇率波动风险。2024年公司海外业务收入同比下降25.12%至3.06亿元，占总营业收入比重降为10.35%；但毛利率提升为29.51%，盈利空间高于境内业务。海外承接项目以外汇结算为主，公司面临一定的汇率波动风险，2023-2024年公司汇兑损益分别为58.45

万元和-127.76万元。

（二）智慧城市业务

公司智慧城市业务2024年新签合同金额有所增长，带动业务收入增长，但受部分下游行业景气度下滑影响，该业务服务价格有所下滑，导致毛利率下降，未来该业务利润或仍有波动

2024年公司智慧城市与信息化集成业务积极参与投标，带来中标项目和收入的提升，但新签合同金额增速下降，签订合同金额3.73亿，较上年小幅增长；当期实现智慧城市及其他收入7.20亿元，同比增长近20%，受部分下游行业景气度下滑影响，公司项目服务价格下降，当期毛利率较2023年下降3.39个百分点至11.97%。该板块业务涉及下游应用较多、需求变化较大，未来盈利或仍存在一定波动。

采购方面，智慧城市业务设备主要由公司采购，直接材料成本占该业务成本比重仍较高，2024年为78.18%，由于项目类型差异较大，供应商较分散。

表6 公司智慧城市与信息化集成业务情况

年份	中标个数（个）	合同金额（亿元）	截至2025年3月末在手订单合同金额（亿元）
2024年	55	3.73	
2023年	58	3.34	1.75
2022年	35	1.23	

资料来源：公司提供

（三）智算业务

2024年以来公司加大智算集群投入和建设力度，目前基本完成智算集群全国业务布局、收入初具规模，且在手智算合同充足，但智算领域新进入者不断增加、AI技术迭代快速，同时高端AI算力服务器采购受到美国政策收紧的影响，公司面临行业竞争加剧及采购受限风险

智算业务是公司未来业务发展的战略重心。2024年公司在全国范围内扩大建设智算集群，顺利完成武当智算集群、三江源智算集群、中贝合肥智算集群、上海松江智算集群以及上海临港智算集群等多个项目的智算集群建设，截至2024年末，公司智算业务相关总投资约30亿元，资金来源为公司自有资金、银行借款、融资租赁等，目前已初步完成智算集群全国布局。公司智算中心的建设通常根据客户需求进行。2023年四季度以来公司各算力项目逐步上线运营，2025年3月末公司投入使用的总算力已超过15,000P，所使用的算力核心设备采购自技术领先的供应商。

智算业务主要通过提供算力租用服务产生收入，服务费采取先付后用、按月度计算的方式确认。2024年及2025年一季度公司分别实现智算业务收入2.69亿元和1.35亿元，业务毛利率为41.04%和36.88%；其中一季度收入同比增长972.79%。公司智算业务投资规模很大，产生了相应的折旧费用，对公司利润造成一定影响。截至2025年3月末，公司在手智算合同金额约为26亿元，在手订单较为充足，服务期一般为3-5年。公司智算业务客户包括金山云、阶跃星辰、临港算力、青海联通、济南超算有限公司等。

同时，公司看好未来人工智能在行业中的应用落地前景，组建了研发团队，依托公司自有的智算服

务能力，以基座大模型为中心，深化与人工智能公司合作，开展车路云与无人驾驶、司法等垂类行业应用研究，并在多个行业客户开展了试点运营。

截至2024年末，公司主要在建项目如下，其中智算中心建设项目投资规模很大；此外，拟向特定对象发行股票募集资金总额不超过19.22亿元，亦主要投向智算业务。整体来看，公司算力规模仍将继续增长，但尚需投入较多资金，面临一定的资本开支压力。此外，2025年1月，美国正式公布了针对人工智能的临时最终出口管制规则，以国家安全为由，进一步限制人工智能芯片和技术的出口。受此影响，公司未来设备采购可能会出现延迟交货、限制供应或价格提高等采购受限的情况。未来公司将国产算力与进口算力同步建设、混合部署，充分利用国产芯片的成本优势及进口芯片的性能优势，实现算力资源的优化配置。

表7 截至 2024 年末，公司主要在建项目（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
算力服务器及配套	24.76	20.74
中贝安徽新能源厂房	4.50	3.15
容博达 2 号在建机房	2.50	2.41
武汉市增值服务产业化基地	3.57	3.52
合计	35.32	29.83

资料来源：公司提供

表8 拟向特定对象发行股票资金用途（单位：亿元）

项目名称	项目投资总额	拟以募集资金投入金额
智算中心建设项目	13.05	11.02
5G 通信网络建设项目	5.32	5.20
偿还银行借款	3.00	3.00
合计	21.37	19.22

资料来源：公司公告

公司面临智算业务竞争加剧的风险、行业变动的风险。人工智能行业的发展激发了各地智算中心投资热情，智算领域新进入者不断增加，竞争激烈程度有进一步增强的趋势。人工智能技术迭代很快，随着技术升级迭代，公司算力设备面临贬值的风险，未来人工智能行业技术若出现重大变革，可能导致智能算力的需求不及预期。

五、 财务分析

财务分析基础说明

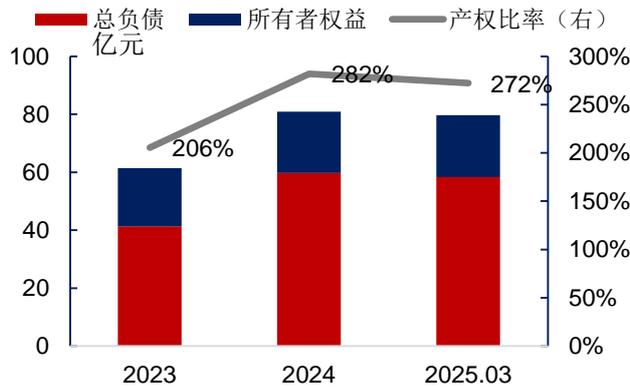
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

跟踪期内，公司大规模举债加投资智算业务和新能源业务，总债务规模翻番，资产负债率已超过70%，与产能相关的固定资产+在建工程大幅增长，推动总资产增长，此外，因5G新基建业务垫资属性产生的应收账款规模仍较大；盈利方面，2024年增量毛利润来自智算业务，但也被因投资需求增加的财务费用抵消，利润水平同比变化不大，2025年一季度业绩大幅下滑

资本实力与资产质量

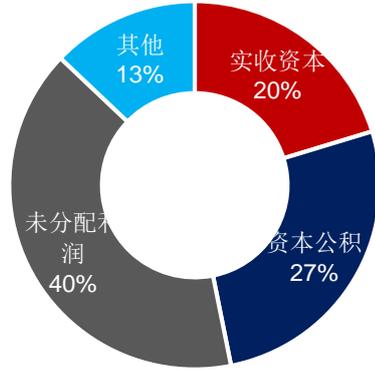
跟踪期内，公司大力投资建设智算业务和新能源业务，银行借款、融资租赁等融资规模大幅增长，公司总负债大幅增长，所有者权益变动不大，2025年3月末产权比率上升至约272%，所有者权益对总负债的覆盖不足。跟踪期内，公司所有者权益因利润累计略有增长，结构变化不大，仍以未分配利润、资本公积、股本为主，2025年3月末合计占比约87%。

图3 公司资本结构



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

图4 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2025年1-3月财务报表，中证鹏元整理

跟踪期内公司资产规模的增长、资产结构的变化主要体现为因大力投资智算业务、新能源业务，导致固定资产、在建工程大幅增长。2025年3月末公司总资产较2023年末增加18.29亿元，增幅29.79%；其中2025年3月末固定资产和在建工程合计24.74亿元，较2023年末增加18.21亿元，增幅278.87%。持续投资也导致货币资金减少；其他非流动资产主要是预付工程、设备款，因算力设备到货相应预付款减少。

其他主要资产变化不大，其中因5G新基建业务垫资属性产生的应收账款规模仍较大，占用公司资金。截至2024年末，公司受限资产合计15.18亿元，占总资产的18.77%，规模和占比较上年末大幅增长，受限资产亦主要系智算业务机器设备融资租赁产生，主要为固定资产-机器设备、在建工程-算力服务器及配套、使用权资产-机器设备等。

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	5.53	6.94%	7.42	9.18%	11.66	18.99%
应收账款	19.30	24.23%	20.86	25.79%	19.90	32.41%

存货	5.12	6.43%	4.03	4.98%	4.90	7.98%
流动资产合计	36.08	45.28%	37.23	46.03%	39.52	64.36%
固定资产	18.65	23.40%	16.98	20.99%	4.47	7.28%
在建工程	6.09	7.64%	7.95	9.83%	2.06	3.36%
其他非流动资产	2.78	3.48%	2.26	2.79%	3.97	6.46%
非流动资产合计	43.61	54.72%	43.65	53.97%	21.88	35.64%
资产总计	79.69	100.00%	80.88	100.00%	61.40	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

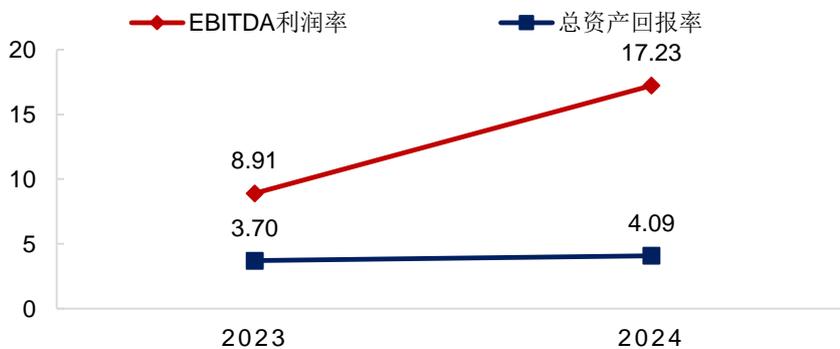
盈利能力

智算业务推动主营业务盈利水平有所提升。2024年公司实现营业收入29.84亿元，同比增长4.28%；销售毛利率19.07%，较上年提升2.59个百分点；实现毛利润5.70亿元，较上年增加约1亿元。实际上新增1亿元毛利润基本来自智算业务，其他业务毛利润变化不大。公司EBITDA利润率从8.91%提升至17.23%，较销售毛利率提升更为明显，主要系公司固定资产大幅增长，相应折旧规模较大导致不同指标变动差异。

为投资新业务，公司大量融资，财务费用增加0.82亿元至1.05亿元。非经营性损益中，2024年信用减值损失为0.31亿元，规模较大且大幅增长，主要为应收账款、其他应收款计提。受上述因素影响，2024年公司实现归母净利润1.45亿元，同上年基本持平。公司总资产回报率小幅提升至4.09%，整体水平仍不高，主要系2024年公司投资规模较大，但业绩未完全释放。

2025年一季度公司实现营业收入同比下降24.67%，归母净利润同比大幅下降59.49%，主要原因包括：5G新基建业务收入同比下降27.53%，主要系重点客户集采中标项目合同未签订，订单未下达；部分重点项目关键设备到货延迟，未形成当期收入；新能源电池产线处于产能爬坡阶段，资产与研发投入过大；财务费用同比增加。展望未来，随着智算业务业绩释放，公司盈利水平有望提升，但智算业务也面临较多不确定性。

图5 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流及偿债能力

2025年3月末总债务较2023年末翻番，主要系为投资智算业务和新能源业务而增加的银行借款、融资租赁增加所致，同时也导致公司债务品种结构变化。2025年3月末银行借款、债券融资、融资租赁（包括直租和回租）、其他融资占总债务的比例分别为57.19%、10.89%、31.06%、0.86%，占比分别较2023年末提升-17.85、-10.93、30.76、-1.98个百分点，总体表现为融资租赁占比和规模大幅增长。

截至2025年3月末，公司银行借款平均利率约为3.44%；债券融资主要为本期债券，跟踪期内极少量转股，当期票面利率为0.4%；融资租赁基本为2024年以来新增，且规模较大，主要围绕公司智算业务设备采购，其中设备直租部分计入租赁负债、设备回租部分计入长期应付款，平均融资成本5.34%。其他融资为应付票据，规模仍较小。其他负债方面，应付账款随着客户结清款项持续有所下降。

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	11.12	19.08%	9.88	16.55%	10.26	24.83%
应付账款	13.66	23.43%	17.01	28.50%	17.97	43.50%
一年内到期的非流动负债	8.45	14.51%	7.26	12.16%	1.49	3.60%
流动负债合计	37.30	64.01%	37.65	63.06%	34.13	82.63%
长期借款	9.25	15.87%	8.90	14.91%	2.88	6.98%
应付债券	4.44	7.62%	4.44	7.44%	4.24	10.26%
租赁负债	1.71	2.93%	1.97	3.29%	0.02	0.06%
长期应付款	5.55	9.52%	6.71	11.25%	0.00	0.00%
非流动负债合计	20.98	35.99%	22.05	36.94%	7.17	17.37%
负债合计	58.27	100.00%	59.71	100.00%	41.31	100.00%
总债务	40.87	70.14%	40.20	67.33%	19.44	47.07%
其中：短期债务	19.93	48.75%	18.18	45.21%	12.30	63.26%
长期债务	20.95	51.25%	22.03	54.79%	7.14	36.74%

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

因公司新增融资规模较大，主要偿债指标有所弱化，杠杆水平较高。2024年公司经营活动现金流净额和FFO均有所改善，FFO改善程度更大，主要系固定资产增长，相应折旧计提增加导致指标表现差异。公司资产负债率和总债务/总资产进一步攀升，其中资产负债率已超过70%，杠杆水平较高。2024年公司盈利水平、现金回流有所提升，但债务增长更快，净债务/EBITDA、EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务、经营活动现金流净额/净债务表现均变差。

表11公司现金流及杠杆状况指标

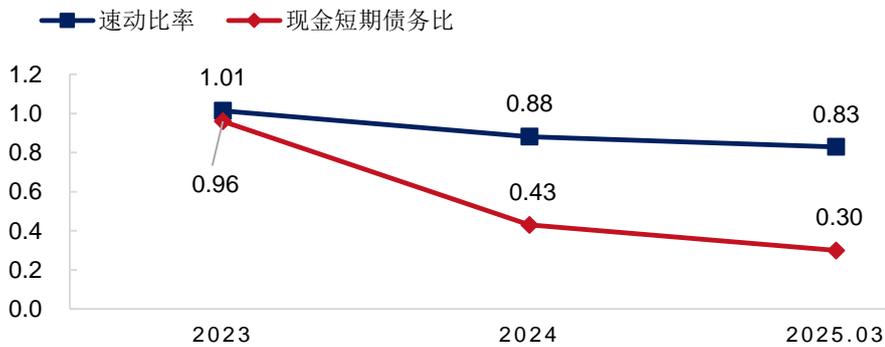
指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.94	1.81	1.42
FFO（亿元）	--	3.46	1.48
资产负债率	73.13%	73.82%	67.28%
净债务/EBITDA	--	6.45	3.32

EBITDA 利息保障倍数	--	3.93	6.53
总债务/总资本	65.62%	65.50%	49.18%
FFO/净债务	--	10.43%	17.48%
经营活动现金流净额/净债务	-2.67%	5.47%	16.82%
自由现金流/净债务	-8.39%	-58.24%	-84.59%

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

公司流动性比率弱化，表现较差。跟踪期内，2025年3月末公司速动比率降至1以下；短期债务大幅增长，现金短期债务比降至0.30，现金类资产对短期债务的覆盖不足。备用流动性方面，截至2024年末，公司剩余可用银行授信额度为13.60亿元；作为上市公司，公司可进行股权融资，2025年3月公司公告，拟定向增发融资不超过19.22亿元，其中3.00亿元用于偿债。

图6 公司流动性比率情况



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

六、其他事项分析

ESG 风险因素

公司ESG表现对其经营和信用水平未产生重大负面影响，但信息披露等内部治理制度有待完善

治理方面，跟踪期内，公司因信息披露违规事情多次被相关部门处罚，公司均已进行针对性整改，公司信息披露制度等内部治理有待改善。

信息披露违规事件一：2024年2月20日，中贝通信收到上海证券交易所发出的纪律处分决定书，其中提到公司多次先于法定信息披露渠道，通过微信公众号对外发布可能对股票价格产生较大影响的重大信息，异常波动公告未及时披露正在筹划重大事项，信息披露不及时、不公平。同时，公司未及时披露对外投资事项及相关进展情况。上交所据此对中贝通信及时任董事长兼总经理李六兵、时任董事会秘书陆念庆予以通报批评。2024年3月26日，湖北证监局针对同一事项对公司、李六兵、陆念庆采取出具警示函的行政监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。公司在收到处罚结果后及时向公司全体董事、监

事、高级管理人员及有关人员进行了通报、传达，并进行了全面梳理和深入分析，制定出了相应的整改措施并进行了整改。

信息披露违规事件二：2024年11月5日，湖北证监局对公司因部分自愿性披露的合同受外部因素影响未能履行并拟终止的情况在2024年半年报中披露，未及时披露后续进展，出具了《关于对中贝通信集团股份有限公司、李六兵、陆念庆出具警示函措施的决定》。2024年12月11日，上海证券交易所针对上述同一事项，对公司、李六兵、陆念庆予以监管警示。

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4月22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，无逾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24日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

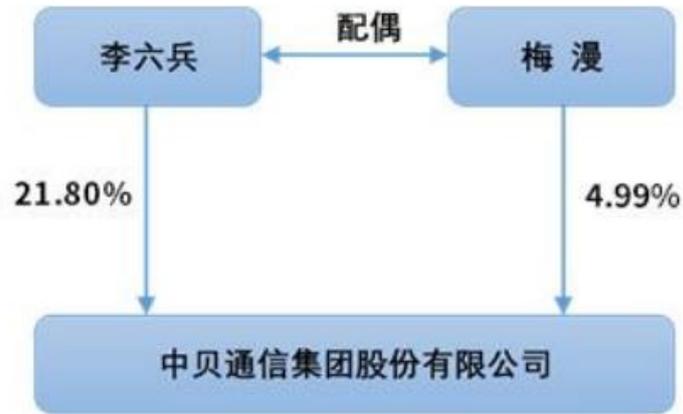
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	5.53	7.42	11.66	8.82
应收账款	19.30	20.86	19.90	19.65
流动资产合计	36.08	37.23	39.52	36.38
固定资产	18.65	16.98	4.47	2.65
非流动资产合计	43.61	43.65	21.88	9.94
资产总计	79.69	80.88	61.40	46.32
短期借款	11.12	9.88	10.26	5.26
应付账款	13.66	17.01	17.97	16.51
一年内到期的非流动负债	8.45	7.26	1.49	0.34
流动负债合计	37.30	37.65	34.13	26.49
长期借款	9.25	8.90	2.88	1.13
应付债券	4.44	4.44	4.24	0.00
长期应付款	5.55	6.71	0.00	0.00
非流动负债合计	20.98	22.05	7.17	1.20
负债合计	58.27	59.71	41.31	27.68
总债务	40.87	40.20	19.44	7.28
其中：短期债务	19.93	18.18	12.30	6.11
长期债务	20.95	22.03	7.14	1.17
所有者权益	21.41	21.18	20.09	18.63
营业收入	5.49	29.84	28.62	26.43
营业利润	0.19	1.66	1.63	1.22
净利润	0.17	1.47	1.46	1.11
经营活动产生的现金流量净额	-0.94	1.81	1.42	0.51
投资活动产生的现金流量净额	-2.00	-21.27	-10.43	-1.61
筹资活动产生的现金流量净额	1.02	15.39	11.63	2.04
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	5.14	2.55	2.09
FFO（亿元）	--	3.46	1.48	0.91
净债务（亿元）	35.13	33.18	8.46	-1.07
销售毛利率	19.74%	19.07%	16.31%	16.96%
EBITDA 利润率	--	17.23%	8.91%	7.91%
总资产回报率	--	4.09%	3.70%	3.32%
资产负债率	73.13%	73.82%	67.28%	59.77%
净债务/EBITDA	--	6.45	3.32	-0.51
EBITDA 利息保障倍数	--	3.93	6.53	7.99
总债务/总资本	65.62%	65.50%	49.18%	28.09%
FFO/净债务	--	10.43%	17.48%	-85.06%

经营活动现金流净额/净债务	-2.67%	5.47%	16.82%	-47.69%
速动比率	0.83	0.88	1.01	1.19
现金短期债务比	0.30	0.43	0.96	1.48

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
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/〔（本年资产总额+上年资产总额）/2〕×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录四 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