

# 江苏武进不锈钢股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【199】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。

# 江苏武进不锈钢股份有限公司相关债券2026年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
武进转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：江苏武进不锈钢股份有限公司（以下简称“武进不锈钢”或“公司”，股票代码：603878.SH）是国内工业不锈钢管的主要供应商之一，核心产品不锈钢无缝管和不锈钢焊管下游合作客户资质较优，同时行业具有严格的产品准入认证壁垒，为公司长期稳定经营筑牢保障。但中证鹏元也关注 2025 年公司订单获取与执行不及预期，营业收入及盈利能力均下滑，整体经营继续承压，未来需关注公司业务拓展及盈利改善情况；公司生产具有“料重工轻”特征，经营中处于相对弱势地位，原材料大幅波动将对公司成本控制形成挑战；近年公司外销收入持续扩大，关注地缘政治冲突多发和贸易政策波动下应收账款回款风险。

## 评级日期

2026 年 6 月 22 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	39.44	40.19	40.46	42.58
归母所有者权益	26.09	26.26	26.01	27.99
总债务	9.63	9.83	8.79	9.12
营业收入	3.08	23.35	26.52	35.16
净利润	-0.18	0.80	1.26	3.52
经营活动现金流净额	0.02	3.12	5.83	2.00
净债务/EBITDA	--	-1.71	-0.72	-0.44
EBITDA 利息保障倍数	--	12.89	18.06	41.83
总债务/总资本	26.96%	27.23%	25.25%	24.58%
FFO/净债务	--	-35.02%	-87.46%	179.80%
EBITDA 利润率	--	8.80%	11.38%	14.26%
总资产回报率	--	2.54%	3.77%	10.39%
速动比率	1.91	1.92	1.62	1.92
现金短期债务比	2.18	2.06	1.99	2.22
销售毛利率	5.46%	11.37%	15.16%	16.66%
资产负债率	33.85%	34.65%	35.71%	34.27%

注：2023-2025 年净债务/EBITDA、FFO/净债务为负，系净债务为负所致。  
 资料来源：公司 2023-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：秦风明  
 qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：葛庭婷  
 gett@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司下游客户资质较优且客户准入认证壁垒为经营发展提供较好保障。** 公司是国内工业用不锈钢管主要供应商之一，取得了国家特种设备生产许可证（压力管道元件）、民用核安全设备制造许可证等，下游应用领域核电、火电、石油化工等具备严格的合格供应商准入机制、严格的资质认证和产品质量标准，该细分赛道竞争格局相对温和。客户准入认证壁垒为公司经营发展提供较好保障。公司主要客户均为大型企业，包括中石化、中石油、中海油等石化企业及东方电气集团东方锅炉股份有限公司等各大锅炉厂，下游主要客户资质较好且已建立稳定的合作关系。

## 关注

- **下游需求放缓及市场竞争加剧导致 2025 年公司生产经营承压。** 近年公司核心下游石化行业固定资产投资放缓、市场竞争加剧，2025 年公司订单获取及执行不及预期，当年公司营业收入及盈利能力均有所下降，产能利用率跌幅较大，整体生产经营承压。2026 年 1-3 月，公司销售毛利率进一步下滑至 5.46%，处于较低水平。市场竞争加剧且 2026 年一季度公司盈利未有明显改善，若未来公司订单获取及执行不及预期，或公司为保障市场份额压缩订单利润空间，均会对公司生产经营形成一定扰动。
- **经营弱势使得原材料价格波动对公司成本控制形成挑战。** 公司产品定价模式为“原材料/成材率+加工费+合理的利润”的成本导向型，“料重工轻”使得原材料价格波动对公司成本影响较大，公司向下游转移成本能力不足。近年公司毛利率持续下滑，2026 年 1-3 月受原材料价格大幅上升影响，公司毛利率下滑至 5.46%，盈利水平整体已降至较低水平，需关注原材料价格波动对公司盈利能力的影响。
- **关注公司应收账款回款风险。** 2025 年公司应收账款中除依据会计准则计提减值外，对俄罗斯客户 WATERFALL ENGINEERING LTD 的应收账款已全额计提坏账准备，2025 年公司外销收入进一步扩大，关注地缘政治冲突多发和贸易政策波动下应收账款回款风险。

## 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，公司产品下游应用领域核电、火电、石油化工等具备严格的合格供应商准入机制，客户准入认证壁垒为公司经营发展提供较好保障，且公司债务压力可控。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	武进不锈	久立特材
总资产	40.19	139.17
净资产	26.26	88.68
营业收入	23.35	120.59
净利润	0.80	15.28
销售毛利率	11.37%	24.66%
资产负债率	34.65%	36.28%
销量：焊管（吨）	22,872	63,341
无缝管（吨）	44,843	65,508

注：以上各指标均为 2025 年度（末）数据。

资料来源：上表各公司 2025 年年度报告，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
矿业及金属企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2026V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				1
个体信用状况					<b>aa</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>AA</b>

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
武进转债	3.10	3.093	2025-6-26	2029-7-10

注：债券余额截止日期为 2026 年 6 月 17 日。

## 一、 债券募集资金使用情况

“武进转债”募集资金扣除发行费用后计划用于“年产2万吨高端装备用高性能不锈钢无缝管项目”。2024年4月24日，公司董事会同意募投项目结项，并将节余资金1,487.65万元永久补充流动资金。根据公司2024年8月24日发布的《江苏武进不锈股份有限公司关于注销募集资金专项账户的公告》，“武进转债”募集资金专用账户已销户。

“武进转债”自2024年1月15日起进入转股期，当前转股价格7.88元/股，2026年6月17日，公司股票收盘价5.93元/股。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称未发生变化，控股股东未发生变化，仍为朱国良先生，实际控制人未发生变化，仍为朱国良家族（即朱国良与其配偶顾坚勤、女儿朱琦、女婿沈卫强）。2026年3月末，公司注册资本和股本分别为56,106.92万元和56,113.81万元。同期末朱国良家族合计持有公司股权39.27%，无股权质押情况，股权结构图见附录二。

跟踪期内，公司取消监事会的设置，原监事会的职权由董事会审计委员会承接。同期公司董事及高级管理人员变动情况见下表。2025年8月，根据公司公告的《江苏武进不锈股份有限公司关于调整公司组织架构的议案》，公司对原组织架构进行调整，截至2026年3月末公司组织结构图见附录三。同期公司主营业务未发生变化，仍为工业用不锈钢管及管件的研发、生产与销售，产品包括工业用不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等。

**表1 跟踪期内公司新任董事、高级管理人员情况**

姓名	担任的职务	任期
范彧	独立董事	2025年01月03日—2027年08月04日
王燕	职工代表董事	2025年09月26日—2027年08月04日

资料来源：公司2025年年度报告，中证鹏元整理。

## 三、 运营环境

### 宏观经济

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

2026年一季度实际GDP同比增长5.0%，持平2025年全年增速。宏观政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。供给端表现强劲，需求端结构分化，社零温和修复，投资托底企稳，出口保持高景气。价格水平持续改善，输入性通胀压力增加。经济在结构优化中稳步前行，转型压力仍存、修复节奏分化，但

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

## 行业环境

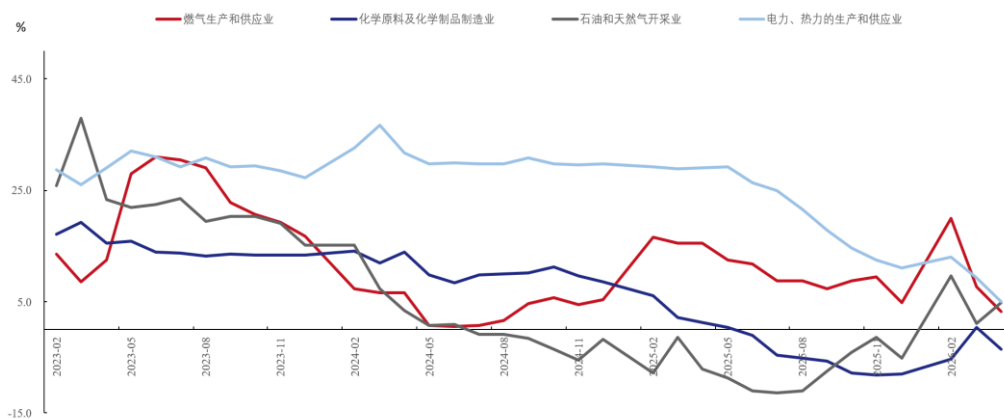
**2025年不锈钢行业竞争呈现“低端充分竞争、高端竞争格局偏稳健”的发展态势；产能新政落地背景下，预计不锈钢管龙头企业优势将愈发凸显**

我国是全球规模最大的不锈钢管生产、消费及出口国，产业链配套完善，产能规模稳居全球首位。依托完善的产业链配套、成熟的生产工艺及成本优势，国内不锈钢管产品品类齐全，可覆盖中低端民用市场与高端工业市场两大板块。从市场格局来看，行业分化特征明显，整体呈现“低端充分竞争、高端格局偏稳健”的发展态势。中低端民用及普通工业不锈钢管领域技术门槛、资金门槛及准入标准较低，市场聚集大量中小生产企业，产品同质化严重，行业竞争激烈，整体利润水平偏低，市场竞争以价格竞争为主。而高端工业级不锈钢管领域壁垒突出，下游核电、火电、高端化工、海洋工程等领域具备严格的合格供应商准入机制、严苛的资质认证和产品质量标准，该细分赛道竞争格局相对温和，头部优质企业凭借技术、资质、产能及客户资源优势，占据主要市场份额，盈利质量更优。目前参与我国工业用不锈钢管高端市场竞争的制造企业中，既包括以久立特材（002318.SZ）、武进不锈（603878.SH）、盛德鑫泰（300881.SZ）等为代表的民营企业，也包括以日本住友金属工业株式会社、瑞典山特维克材料科技公司、芬兰奥托昆普公司等为代表的国外企业，同时还有常熟华新特殊钢有限公司等企业及部分国有企业。从下游需求结构来看，传统石化行业作为不锈钢管传统核心下游，近年需求回落，对行业增长的支撑力度有所弱化。而火电、核电领域具备长期刚性刚需，工况条件严苛，对高端特种不锈钢管需求量稳定，成为行业需求的核心压舱石。同时，随着双碳战略推进、高端制造业升级，新能源装备、氢能储运、半导体超纯设备、高端医疗器械等新兴领域需求持续放量，进一步拓宽高端不锈钢管的成长空间，拉动行业高附加值产品占比持续提升。

2026年5月18日，工业和信息化部正式印发《钢铁行业产能置换实施办法》，不锈钢品类首次被全面纳入钢铁行业统一产能考核体系，不锈钢行业“减量提质”进入新阶段。新规明确全国炼钢产能统一

执行不低于1.5:1的减量置换比例，从严管控不锈钢感应炉违规、变相新增冶炼产能；同时设置两年产能指标交易过渡期，过渡期结束后将全面禁止单纯的产能指标交易行为，后续产能跨企业流转仅可通过股权并购、法人整合等实质性兼并重组方式实现。此次新政从供给端实现强力管控，行业迈入减量提质、高端突围的全新发展阶段。政策落地后，行业存量合规产能价值大幅提升，具备完整合规产能、先进生产设备的头部企业，如久立特材（002318.SZ）、武进不锈（603878.SH）、盛德鑫泰（300881.SZ）等将构筑起稀缺性竞争壁垒。

图1 2023年以来主要下游行业固定资产投资完成额累计同比情况

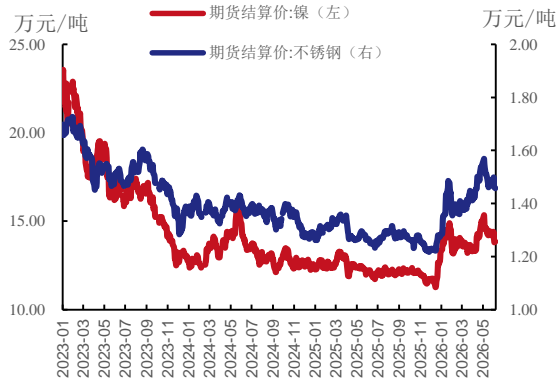


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**2025年不锈钢全年价格整体延续低位震荡趋势，印尼镍矿政策扰动推升原材料价格，2026年一季度镍及不锈钢价格攀升明显，关注用钢企业成本控制压力**

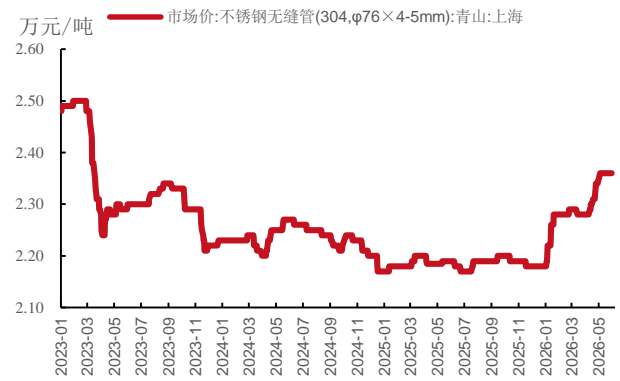
公司主要原材料为不锈钢圆钢、不锈钢卷板和不锈钢平板，其中，镍价走势为不锈钢和特种合金价格走势的风向标，上游原材料价格受镍价走势影响较大。我国是镍的消费大国，但国内镍价走势受制于国际市场。2026年5月，印尼出台新规将镍铁等不锈钢关键原料纳入国家统一出口管理。2026年6月起进入过渡期，2027年起所有出口须经印尼国有企业统一进行。这意味着全球最大镍铁供应国——掌控全球70%以上产能的印尼——正把资源出口从市场行为转为国家管控，供给端收缩直接带动原料价格上行，全产业链成本中枢上移，2026年以来镍和不锈钢等原材料价格的大幅波动对工业用不锈钢管生产成本影响较大，需关注用钢企业成本控制压力。

图2 2026年以来镍及不锈钢价格震荡攀升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图3 2026年以来不锈钢无缝管市场价格震荡攀升



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

#### 四、经营与竞争

2025年公司主要收入来源仍以工业用不锈钢无缝管和工业用不锈钢焊接管为主。受下游需求放缓叠加市场竞争强度加剧影响, 2025年公司经营整体承压。当年公司执行订单规模缩减, 无缝管和焊管收入及毛利率均下滑, 导致2025年公司整体收入同比下滑11.94%至23.35亿元, 销售毛利率下探至11.37%。2026年1-3月, 公司收入同比下滑36.20%至3.08亿元, 同期上游原材料价格快速上涨, 叠加执行订单规模缩减固定资产折旧摊销对盈利形成挤压, 2026年1-3月销售毛利率下跌至5.46%, 盈利水平大幅缩窄。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元)

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
无缝管	17.96	76.90%	12.26%	19.85	74.87%	15.95%
焊管	4.82	20.66%	8.42%	5.89	22.23%	13.57%
管件及其他	0.57	2.44%	8.09%	0.77	2.90%	7.20%
合计	23.35	100.00%	11.37%	26.52	100.00%	15.16%

资料来源: 2024-2025年审计报告, 中证鹏元整理

表3 公司营业收入及毛利率情况-按行业分类 (单位: 亿元、%)

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
石油化工	7.96	34.07	8.22	7.47	28.16	15.91
机械设备制造	4.78	20.46	12.73	5.45	20.57	15.68
电力设备制造	7.12	30.49	15.29	6.78	25.59	17.71
天然气	0.31	1.32	15.31	0.99	3.73	5.44
其它行业	3.19	13.66	8.06	5.82	21.96	12.41
合计	23.35	100.00	11.37	26.52	100.00	15.16

资料来源: 公司 2024-2025 年年报, 中证鹏元整理

受石油化工和机械设备制造领域固定资产投资边际放缓影响，2025年公司产能利用率跌幅较大，经营整体承压；上游核心原材料不锈钢圆钢和不锈钢板材供给充足，但生产成本中原材料占比较高，公司经营中的议价能力较弱，需关注原材料价格波动对盈利的扰动

跟踪期公司在工业用不锈钢管高端市场中仍保持较好的竞争优势，作为工业用不锈钢管主要供应商之一，其生产基地仍位于江苏省常州市。江苏省是我国不锈钢八大产业集群地之一，生产基地的产业链集聚效应有利于公司营运成本管理。2025年至今公司核心生产资质未发生变化，仍为中华人民共和国特种设备生产许可证（压力管道元件）（有效期至2026年11月26日）和民用核安全设备制造许可证（有效期至2028年9月30日）。高端工业级不锈钢管领域的进入壁垒一定程度上限制了新进入者的准入，为公司产品竞争构建了护城河。但中证鹏元关注到，公司核心资质中华人民共和国特种设备生产许可证（压力管道元件）（发证机关为江苏省市场监督管理局）到期时间将近，若后续公司不能顺利延续经营资质，对公司经营将造成不利影响。

2025年公司生产经营模式未发生变化，生产产品仍具备多品种、多规格、小批量的特点，整体采用以销定产的经营模式。生产周期与生产模式亦未发生重大变化。2025年公司年产能得到进一步扩充，但同期公司下游订单获取不及预期，2025年公司产能利用率下滑较大。

**表4 公司近年主要产品生产情况（单位：吨）**

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率	年产能	产量	产能利用率
无缝管	21,750	7,475	34.37%	87,000	42,816	49.21%	74,000	41,374	55.91%
焊管	13,750	4,599	33.45%	55,000	23,556	42.83%	36,000	26,997	74.99%
<b>合计</b>	<b>35,500</b>	<b>12,074</b>	<b>34.01%</b>	<b>142,000</b>	<b>66,372</b>	<b>46.74%</b>	<b>110,000</b>	<b>68,371</b>	<b>62.16%</b>

注：2026年1-3月产能数据为季度产能数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生产经营中主要原材料为不锈钢圆钢和不锈钢板材，在无缝管和焊管生产成本的占比分别在70%和80%以上，其中焊管多为定制产品，按需订料，签订销售合同时一定程度上锁定不锈钢板材采购价格，而圆钢为批量采购，有一定的备料周期。公司主要收入来源无缝管核心原材料为不锈钢圆钢，因而不锈钢圆钢价格波动对公司无缝管盈利具有较大影响。公司已与上游供应商建立了稳定的合作关系，2025年公司前五大供应商未发生变化且占年度采购总额比例基本保持稳定。不锈钢作为大宗商品，其原材料供给较为充足，公司不会受单一供应商产能制约，生产持续性较有保障。但公司对上游原材料议价能力较弱，2025年公司采购单价基本上随行就市。2026年至今上游不锈钢价格波动较大，目前公司对于原材料采取谨慎备库存的策略，避免其大幅波动对成本控制的不利影响。

**表5 公司主要原材料采购情况（单位：亿元、元/吨、吨）**

项目	2026年1-3月			2025年			2024年		
	金额	单价	数量	金额	单价	数量	金额	单价	数量
不锈钢圆钢	1.95	20,008.86	9,750	8.71	20,715.30	42,029	9.80	20,841.75	47,021

不锈钢板材	0.66	16,184.73	4,077	3.66	15,914.57	22,974	3.62	14,091.63	25,689
-------	------	-----------	-------	------	-----------	--------	------	-----------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司下游主要客户资质较好且合作稳定，公司产品具有“料重工轻”特征，产品定价处于相对被动地位，未来需关注公司订单获取与执行、以及盈利改善情况

跟踪期公司不锈钢管销售模式仍为直销，业务开拓仍需参加用户评审以进入该用户单位的合格供应商目录。目前公司下游客户资质较优且行业较为分化，在市场竞争加剧的背景下，背靠头部客户及产品领域应用的多元化，一方面有利于分散单一行业周期性波动对经营的不利影响，另一方面头部企业单笔投资规模较大，公司产品销售得到保障的同时，回款风险相对可控。在国内，公司进入了中石化、中石油、中海油等石化企业及东方电气集团东方锅炉股份有限公司等各大锅炉厂的供货单位目录，获得了中核集团、中国核动力研究设计院等单位的合格供方资格证书；在国际上，公司是Sabic（沙特基础工业公司）、BHEL（印度巴拉特重型电力有限公司）、KNPC（科威特国家石油公司）、PDO（阿曼石油发展公司）、JGC（日本日挥株式会社）等单位的合格供方。

公司产品定价模式为“原材料/成材率+加工费+合理的利润”的成本导向型，其中原材料价格受市场供求影响而波动，成材率则主要由不锈钢管的材质、外径、壁厚、工艺、技术等因素综合决定，成材率越高，产品生产成本越低，加工费通常根据产品的规格确定。核心产品中不锈钢无缝管由于工艺复杂、生产周期长、投入成本高，产品价格和附加值相对较高，焊管因工艺相对简单、生产周期短等因素，产品价格较低，利润空间相对更低。2025年公司下游前五大客户以锅炉厂、石化公司为主，销售集中度进一步提升。2025年公司主营业务收入中内销收入同比下滑14.61%至19.34亿元，除石油化工和机械设备制造领域固定资产投资边际放缓影响外，下游需求较为旺盛的电力行业，因竞争加剧公司并未受益于需求扩张。同期公司外销业务受益于沙特阿美供应商认证通过，亚洲及中东等地国际大型石化项目建设，营业收入较同期略有上涨。从2025年至今公司无缝管和焊管吨钢毛利下滑明显，2026年1-3月公司销售毛利率已下降至较低水平，未来需关注在市场竞争加剧背景下，公司业务开拓、订单执行和盈利改善情况。

**表6 公司主要产品单位售价和单位毛利情况（单位：元）**

项目名称	2026年1-3月		2025年		2024年	
	吨钢售价	吨钢毛利	吨钢售价	吨钢毛利	吨钢售价	吨钢毛利
无缝管	35,858.64	1,923.01	38,335.96	5,021.86	45,685.70	7,284.66
焊管	21,116.83	666.15	20,453.00	1,776.16	22,152.00	3,005.66

资料来源：公司提供

从产业链地位来看，公司上游不锈钢采购价格随行就市，公司议价能力较弱，且采购结算多为先货后款，日常经营中部分客户会指定供应商，公司部分采购需预付一定比例货款。在以成本导向为主的产品定价模式中，若原材料价格短期内大幅波动，对公司成本转移或库存管理均会造成扰动。公司下游客户地位相对强势，上下游被挤压的产业链定位对公司营运资金管理提出较高要求。日常经营中为加强资金与存货管理，公司单笔订单通常不超过5,000万元，对于较大订单会采用拆分或框架协议的形式，提

高资金使用效率，并要求单张合同投料时间不超过2周，以提高存货周转效率。跟踪期内公司与上下游的信用政策未发生变化，2025年公司生产过程中对于备货相对谨慎，以库存去化为先，因此2025年存货周期天数有所下降，净营业周期同步下降。对比应收款项和应付款项周期变化，公司在上下游资金占款中动态保持相对平衡。

**表7 公司经营效率指标（单位：天）**

财务指标	2025年	2024年
净营业周期（含应收应付票据）	126.16	150.72
存货周转天数	165.30	184.45
应收账款及应收票据周转天数	92.00	88.50
应付账款及应付票据周转天数	131.15	122.23

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

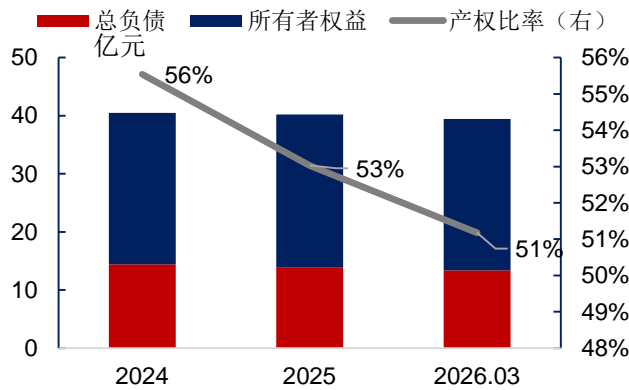
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表。

跟踪期在生产经营优先去库存背景下，公司资产规模继续下降，资产流动性较好但需关注应收账款回款风险；同期公司经营承压，盈利能力下滑明显，需关注公司未来订单获取及盈利改善情况，公司账面资金相对充裕，经营活动现金流仍保持净流入状态，整体债务压力可控

### 资本实力与资产质量

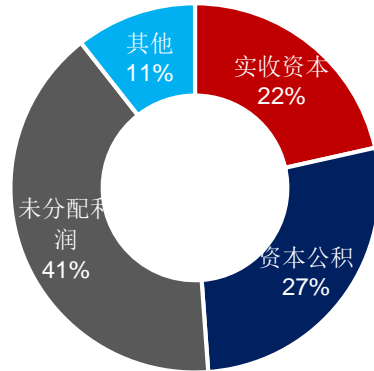
伴随IPO募投项目及“武进转债”对应建设项目陆续竣工投产，公司阶段性大规模固定资产资本开支周期已基本收尾，近年公司固定资产与在建工程合计规模未发生大幅波动。基于成本导向的定价模式，由于2025年公司订单获取不及预期，生产经营多以库存原材料去化为主，对原材料采购及中间产品生产备货均趋于谨慎，2025年存货中原材料与库存商品规模均同比下滑，带动当年公司存货规模下降。得益于公司经营积累，公司货币资金保有量相对充裕，上下游结算账期的差异对公司营运资金管理提出较高要求，公司日常通过银行理财产品和票据贴现方式提高资金使用效率。中证鹏元关注到，2025年公司应收账款中除依据会计准则计提减值外，对俄罗斯客户WATERFALL ENGINEERING LTD的应收账款已全额计提坏账准备0.27亿元。2025年公司主营业务中外销收入同比增长8.49%至3.63亿元，但毛利率下滑8.14个百分点至13.77%，毛利率跌幅高于内销幅度，外销增收不增利。在地缘政治冲突多发和贸易政策变动加剧背景下，需关注公司应收账款回款风险。公司生产经营以自有资金投入为主，近年债务中有息债务主要为“武进转债”，未有大幅波动情况，净资产对负债的保障程度小幅下滑至2026年3月末的51%，总体保持相对平稳。

图4 公司资本结构



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

图5 2026年3月末公司所有者权益构成



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 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

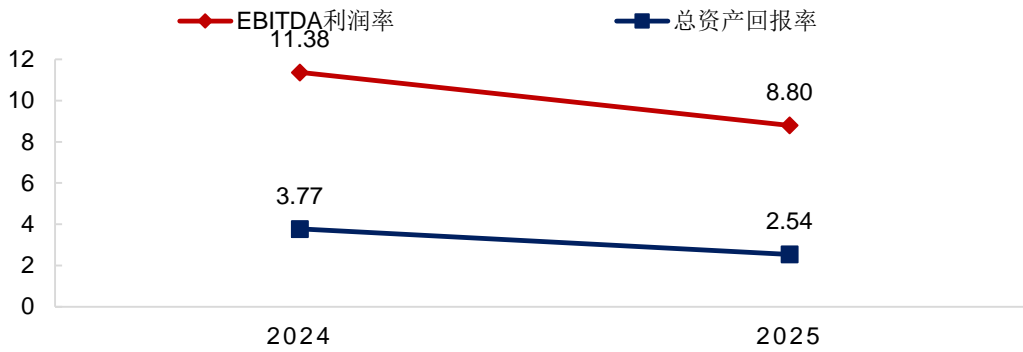
项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.91	17.51%	7.57	18.83%	6.02	14.88%
交易性金融资产	4.51	11.43%	4.11	10.22%	3.48	8.59%
应收账款	3.52	8.92%	4.82	12.00%	5.14	12.71%
应收款项融资	2.14	5.42%	1.99	4.94%	1.02	2.52%
存货	9.22	23.36%	8.15	20.27%	10.16	25.11%
<b>流动资产合计</b>	<b>27.89</b>	<b>70.70%</b>	<b>28.01</b>	<b>69.71%</b>	<b>27.86</b>	<b>68.87%</b>
固定资产	7.49	18.98%	7.73	19.23%	8.19	20.23%
无形资产	1.33	3.37%	1.34	3.34%	1.39	3.44%
其他非流动资产	1.81	4.60%	2.15	5.35%	2.27	5.60%
<b>非流动资产合计</b>	<b>11.56</b>	<b>29.30%</b>	<b>12.17</b>	<b>30.29%</b>	<b>12.60</b>	<b>31.13%</b>
<b>资产总计</b>	<b>39.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>40.46</b>	<b>100.00%</b>

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

## 盈利能力

公司主要产品为不锈钢无缝管、工业用不锈钢焊接管、钢制管件和法兰等，生产经营偏重资产，因此在此订单减少的背景下，固定资产折旧对盈利侵蚀明显，市场竞争加剧进一步导致公司毛利率出现下探，2025年公司盈利能力整体下滑。公司作为工业用不锈钢管主要供应商之一，行业进入资质壁垒及优质下游客户有利于公司工业用不锈钢管在高端市场中仍保持较好的竞争优势。《钢铁行业产能置换实施办法》的实施长期来看对公司形成利好，但2026年至今公司上游原材料价格波动较大，市场竞争加剧背景下，若公司订单获取及执行不及预期，或公司为保障市场份额压缩订单利润空间，均会对公司盈利水平造成一定压力。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2024-2025 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

公司经营性债务以应付票据为主，近年公司为应对下游客户对公司营运资金的占用，加大对上游供应商票据结算占比及规模，近年公司应付票据整体呈上升趋势。2025年因经营承压，公司采购备货相对谨慎，应付账款规模小幅下滑。除“武进转债”外，银行借款等间接融资规模较小。公司债务结构以短期债务为主，但短期债务中多为应付票据，短期债务压力相对可控。

表 9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2026年3月		2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.65	4.88%	1.12	8.01%	0.00	0.00%
应付票据	5.89	44.08%	5.64	40.50%	5.10	35.31%
应付账款	1.79	13.39%	1.91	13.69%	2.43	16.83%
合同负债	0.92	6.91%	0.82	5.89%	1.77	12.28%
<b>流动负债合计</b>	<b>9.77</b>	<b>73.14%</b>	<b>10.35</b>	<b>74.35%</b>	<b>10.93</b>	<b>75.68%</b>
应付债券	3.07	23.02%	3.04	21.83%	2.93	20.28%
<b>非流动负债合计</b>	<b>3.59</b>	<b>26.86%</b>	<b>3.57</b>	<b>25.65%</b>	<b>3.51</b>	<b>24.32%</b>
<b>负债合计</b>	<b>13.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>13.93</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.45</b>	<b>100.00%</b>
总债务	9.63	72.13%	9.83	70.58%	8.79	60.82%
其中：短期债务	6.56	68.08%	6.79	69.06%	5.86	66.66%
长期债务	3.07	31.92%	3.04	30.94%	2.93	33.34%

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

跟踪期内，公司现金回款表现较好，2025年公司经营活动现金净流入随着经营承压而下滑，经营活动净现金流对净债务的保障程度随之下降，但总体保障程度依旧较好。跟踪期内公司杠杆经营程度未发生大幅波动，考虑到公司短期内无大额资本支出计划及融资需求，FFO/净债务能够较为客观地反映公司杠杆比率波动性，随着未来经营积累增加，杠杆或进一步下降。

表 10 公司现金流及杠杆状况指标

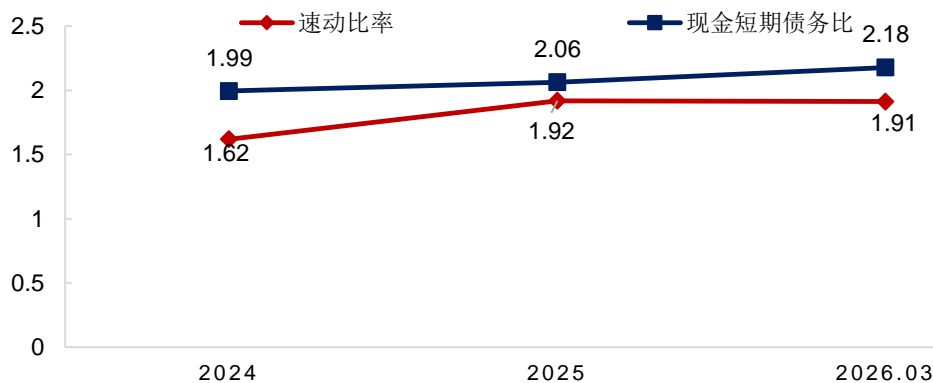
指标名称	2026年3月	2025年	2024年
------	---------	-------	-------

经营活动现金流净额（亿元）	0.02	3.12	5.83
FFO（亿元）	--	1.23	1.90
资产负债率	33.85%	34.65%	35.71%
净债务/EBITDA	--	-1.71	-0.72
EBITDA 利息保障倍数	--	12.89	18.06
总债务/总资本	26.96%	27.23%	25.25%
FFO/净债务	--	-35.02%	-87.46%
经营活动现金流净额/净债务	-0.54%	-88.67%	-268.70%
自由现金流/净债务	0.63%	-76.34%	-229.03%

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

跟踪期公司现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可，流动性比率仍处于较好水平。公司作为上市公司，融券渠道相对多元；截至2026年3月末，公司银行授信尚未使用授信为15.38亿元，流动性资源储备情况尚可。

图7 公司流动性比率情况



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

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2026年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；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（2026年6月21日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 或有事项分析

公司涉及五名劳动者的劳动争议案件。其中三名劳动者的案件劳动仲裁机构作出了裁决，对公司解

除行为及薪酬支付等事项合法性予以支持，但三名劳动者不服裁决分别于2025年10月、11月向法院提起诉讼；另外两名劳动者案件分别于2025年11月、12月向仲裁机构提出仲裁申请，由于在法定期限内未能审结，两名劳动者不同意继续审理，并于2026年1月申请仲裁程序终结后，直接向法院起诉。目前上述五名劳动者劳动争议案件尚在一审审理阶段。上述各案诉求涉及劳动关系确认、违法解除、加班费、业务提成、扣款返还、竞业限制补偿及经济补偿金等事项。中证鹏元将持续关注以上案件对公司或有负债的影响。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

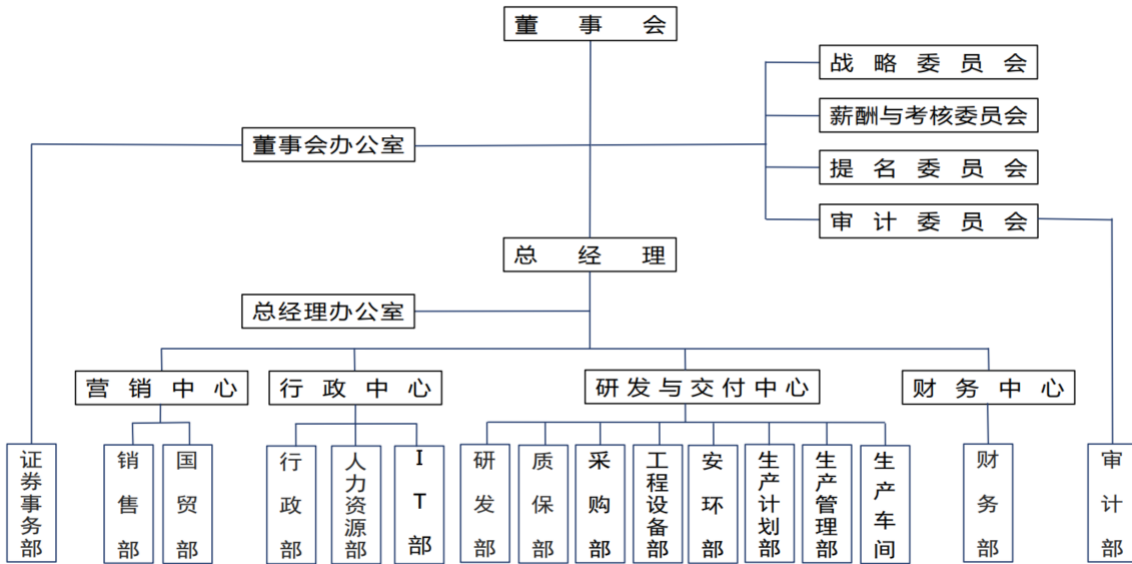
财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	6.91	7.57	6.02	6.40
交易性金融资产	4.51	4.11	3.48	4.53
存货	9.22	8.15	10.16	11.90
流动资产合计	27.89	28.01	27.86	31.80
固定资产	7.49	7.73	8.19	7.89
非流动资产合计	11.56	12.17	12.60	10.78
资产总计	39.44	40.19	40.46	42.58
短期借款	0.65	1.12	0.00	0.45
应付票据	5.89	5.64	5.10	4.52
应付账款	1.79	1.91	2.43	3.22
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.76	0.55
流动负债合计	9.77	10.35	10.93	10.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.79
应付债券	3.07	3.04	2.93	2.81
长期应付款	0.01	0.01	0.05	0.00
非流动负债合计	3.59	3.57	3.51	4.22
负债合计	13.35	13.93	14.45	14.59
总债务	9.63	9.83	8.79	9.12
其中：短期债务	6.56	6.79	5.86	5.52
长期债务	3.07	3.04	2.93	3.60
所有者权益	26.09	26.26	26.01	27.99
营业收入	3.08	23.35	26.52	35.16
营业利润	-0.16	0.88	1.41	4.06
净利润	-0.18	0.80	1.26	3.52
经营活动产生的现金流量净额	0.02	3.12	5.83	2.00
投资活动产生的现金流量净额	-1.92	-3.14	-1.46	-1.66
筹资活动产生的现金流量净额	-0.46	-0.21	-4.31	0.97
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	2.06	3.02	5.01
FFO（亿元）	--	1.23	1.90	3.99
净债务（亿元）	-4.56	-3.52	-2.17	-2.22
销售毛利率	5.46%	11.37%	15.16%	16.66%
EBITDA 利润率	--	8.80%	11.38%	14.26%
总资产回报率	--	2.54%	3.77%	10.39%
资产负债率	33.85%	34.65%	35.71%	34.27%
净债务/EBITDA	--	-1.71	-0.72	-0.44
EBITDA 利息保障倍数	--	12.89	18.06	41.83

总债务/总资本	26.96%	27.23%	25.25%	24.58%
FFO/净债务	--	-35.02%	-87.46%	-179.80%
经营活动现金流净额/净债务	-0.54%	-88.67%	-268.70%	-90.04%
速动比率	1.91	1.92	1.62	1.92
现金短期债务比	2.18	2.06	1.99	2.22

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



### 附录三 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公开资料

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+经调整所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录五 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