

广东芳源新材料集团股份有限公司 相关债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【231】号 01



让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

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

评级日期

2026年6月24日

联系方式

项目负责人: 李爱文
 liaw@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

该评级结果是考虑到：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”）在锂电材料领域的提纯方面保持一定的技术实力，2025年以来新一代回收料分离提纯技术实现规模化应用，同时客户及产品多元化转型取得成效，且受益于产业链金属价格回升、技术服务带来的阶段性业绩贡献等，业绩有所改善；同时中证鹏元也关注到，锂电产业链价格波动大，公司整体产能利用率较低，盈利仍面临挑战；且杠杆水平高，债务短期化，仍面临较大的流动性压力。

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	31.86	30.43	30.90	30.86
归母所有者权益	5.49	4.86	5.61	10.46
总债务	21.07	19.56	20.85	18.17
营业收入	6.65	22.78	21.61	21.02
净利润	0.61	-1.03	-4.27	-4.56
经营活动现金流净额	-0.29	-0.68	0.74	-3.26
净债务/EBITDA	--	9.61	-15.26	-51.94
EBITDA 利息保障倍数	--	1.75	-1.30	-0.48
总债务/总资本	79.12%	79.85%	78.63%	63.32%
FFO/净债务	--	0.56%	-15.20%	-9.47%
EBITDA 利润率	--	7.26%	-5.46%	-1.51%
总资产回报率	--	-0.15%	-9.73%	-12.22%
速动比率	0.62	0.58	0.68	0.66
现金短期债务比	0.42	0.41	0.34	0.35
销售毛利率	17.89%	6.18%	-5.17%	2.63%
资产负债率	82.55%	83.77%	81.66%	65.90%

注：2023-2024年净债务/EBITDA为负，系EBITDA为负所致；2023-2024年FFO/净债务为负，系FFO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

正面

- **公司拥有一定的技术实力，并持续推动技术成果转化，为业务开展提供技术支撑。**2025 年以来公司加大回收废料采购量，新一代回收料分离提纯技术实现规模化应用，该技术与生产的融合有助于降低生产成本，为业务持续发展提供有力支撑。此外，公司通过为日本某企业提供技术及工艺支持获得相关技术服务费，对收入及利润带来一定补充。
- **公司已实现产品多元化，2025 年下半年以来经营业绩有所改善。**公司通过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，目前已基本形成前驱体、硫酸盐、碳酸锂三类产品的稳定供应，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等。受益于下游需求回暖、部分金属价格上行以及技术服务带来的利润补充等，公司于 2025 年下半年开始逐步扭亏，2026 年一季度实现净利润 0.61 亿元。

关注

- **盈利改善的基础尚不稳固，未来能否持续盈利仍存在不确定性。**公司前驱体及碳酸锂产能规模较大，但 2025 年受行业周期性以及原料结构调整等因素影响，全年出货量不达预期，整体产能利用率较低，未来固定成本分摊压力仍较大；其次产业链价格波动剧烈，尤其是碳酸锂价格走势不确定性高，对公司成本管控及产品盈利空间构成持续挑战；此外，技术服务具有偶发性，后续款项收取取决于项目实施进度及合作方履约情况，面临不确定性。
- **公司杠杆水平处于高位，短期债务为主，流动性压力仍需持续关注。**公司因多年亏损导致资本实力持续弱化，负债率维持 80% 以上高位，总债务规模较大且短期债务占比高，短期偿债压力大；同时主营业务营运资金需求较大，2025 年以来经营活动净现金流为负；且期末部分资产受限，对融资弹性形成制约，整体上公司流动性压力仍较大。

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，业务转型取得成效，产品及客户的多元化有助于分散经营压力，维持业务稳定。

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	1,594.38	816.08	741.33	30.43	14.75
营业收入	810.19	481.4	371.24	22.78	6.9
净利润	75.2	16.11	17.22	-1.03	-6.98
销售毛利率	17.47%	12.34%	14.71%	6.18%	-10.35%
资产负债率	61.85%	58.80%	65.80%	83.77%	28.49%
期间费用率	7.73%	7.69%	9.56%	9.79%	17.09%

注：以上各指标均为 2025 末/2025 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_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	1/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	2/9
	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	3/7
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：各指标得分越高，表示表现越好；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持续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	6.42	6.42	2026-2-5	2028-9-23

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。

本期债券转股期间为2023年3月29日至2028年9月22日，近一年公司对本期债券转股价进行了一次调整，由18.63元/股向下调整为14.00元/股，自2026年1月23日起生效，但本期债券转股率仍低，截至2026年6月10日，剩余未转股比例99.95%；此外，本期债券回售起始日为2026年9月23日，回售触发价格为9.8元/股，未来若公司股价持续低迷，将可能面临较大的回售压力。

二、 发行主体概况

2025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，董事及高级管理人员未发生变化，截至2026年3月末公司注册资本和实收资本仍为5.10亿元，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%，与一致行动人合计持股比例为20.29%。

2025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仍很小。公司重要子公司2家，详见附录三。

三、 运营环境

宏观经济和政策环境

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

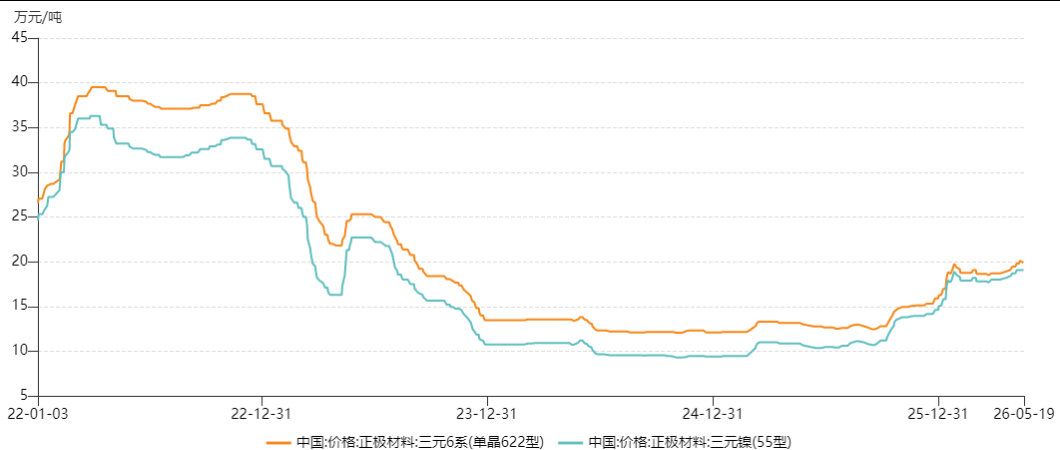
更加审慎，保持流动性充裕和社融成本低位运行。探索多渠道盘活存量商品房，进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，努力稳定房地产市场。加快建设全国统一大市场，深化落地“反内卷”政策，优化产能与供给结构。我国经济转型将继续推进，推动新旧动能再平衡，进一步做强国内大循环，做优国内国际双循环，加快建设现代化产业体系，推动科技自立自强、产业链自主可控，把握人工智能发展的历史机遇，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

2025年以来锂电池正极材料市场回暖，产业链带动下三元前驱体出货量保持增长，技术路线向高镍及中镍高电压升级，行业集中度持续提升；上游原材料价格走势分化，镍稳钴涨，碳酸锂走出V型反转，资源一体化与成本管控能力成为前驱体企业的核心竞争力

得益于下游需求持续放量与核心原材料价格阶段性上行的共同推动，2025年锂离子电池正极材料市场历经连续两年产值下滑后实现出货量及产值的双增长。一方面，动力电池及储能电池需求爆发拉动出货量快速增长，据公开数据¹显示，2025年中国正极材料总体出货量达到498.7万吨，同比增长51.5%；另一方面，碳酸锂、钴盐等核心原材料价格自下半年起进入阶段性快速上行通道，成本压力从上游资源端向下游电芯环节传导，带动行业总产值同比增长30.9%至2,743.9亿元。从细分品类看，各正极材料出货呈现差异化增长态势：磷酸铁锂材料持续占据主导地位，出货量达394.4万吨，同比增长62.5%，市场份额占比从上年的73.7%进一步提升至79.1%；三元材料出货量实现恢复性增长，达78.6万吨，同比增长22.2%，主要受益于中镍高电压产品及数码消费领域需求提升；钴酸锂材料出货11.9万吨，同比增长20.2%，受数码产品需求旺盛及能量密度要求提升驱动；锰酸锂出货增速相对平缓，出货13.8万吨，同比增长12.2%，需求集中于传统小型电池领域。

图1 2025年以来正极材料价格止跌回升



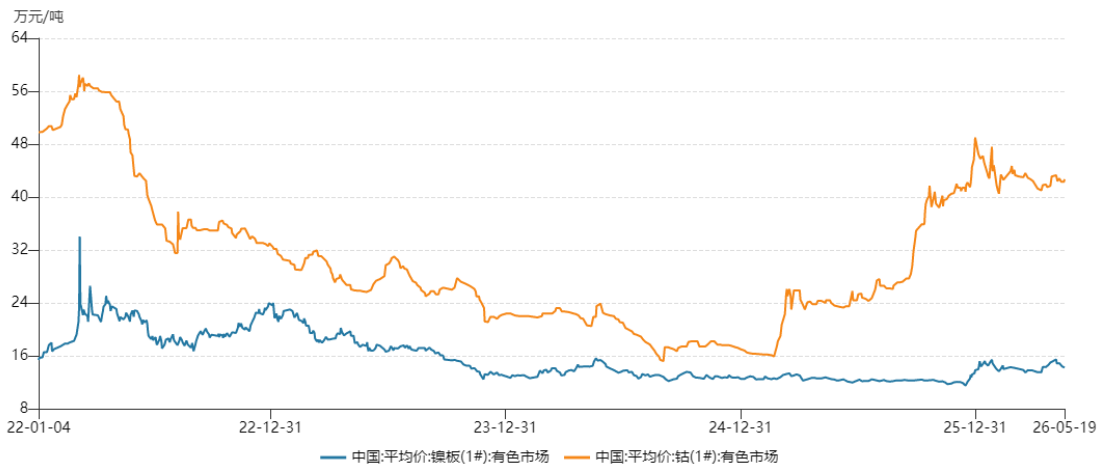
资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 相关数据均来自芳源股份 2025 年年度报告，该等数据原始来源为 EVTank 数据。

三元前驱体产量稳步增长，产品结构向中高镍升级，行业集中度持续提升。据公开数据²显示，2025年中国三元前驱体产量预计达到91.8万吨，同比增长约7.9%，中国企业在全球份额的主导地位进一步提升。产品结构方面，高镍前驱体（NCM811、NCA及更高镍产品）受益于海外高端电动车市场对续航里程的持续追求以及国内部分高端新车型的定点应用，需求保持稳定增长；中镍高电压前驱体（Ni6系）凭借成本优势及安全性，在国内动力电池市场渗透率快速提升，成为2025年三元前驱体出货增长的主要贡献者之一。竞争格局方面，行业集中度进一步提高，头部企业加速向上游延伸，通过控股或参股镍矿、钴矿资源、建设中间品冶炼产能，实现从“矿—前驱体—正极”的一体化布局，中伟股份、华友钴业、格林美等头部企业2025年继续强化资源端控制能力；相比之下，缺乏上游资源布局且以NCM 5系、6系常规产品为主的中小前驱体厂商在价格谈判中处于劣势。

上游的镍、钴金属材料价格走势分化，三元前驱体生产企业面临较为复杂的成本管控压力。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。2025年以来，上游镍、钴材料价格走势分化，镍价维持平稳运行，钴价则自下半年起快速上升，一方面，刚果（金）等主产区的供应扰动及出口政策调整推升了市场对钴供应的担忧；另一方面，数码消费领域需求旺盛以及高电压钴酸锂产品对钴的需求支撑。镍稳钴涨的分化格局使得前驱体企业在采购策略和库存管理上面临更为复杂的成本管控压力。

图2 2025年以来电解镍价格维持平稳，钴价快速上升



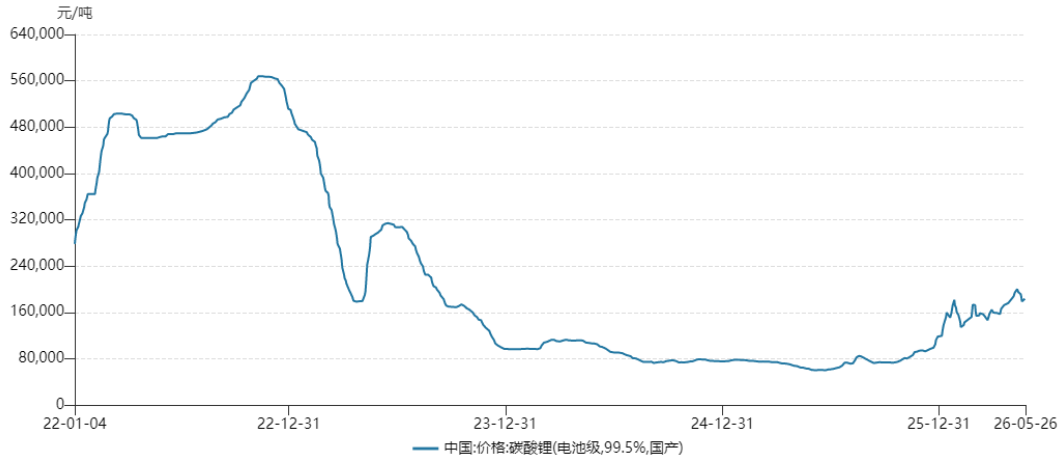
资料来源：Wind，中证鹏元整理

碳酸锂价格自2025年下半年起阶段性快速回升，供需格局从持续供大于求转向边际收紧。2025年上半年，碳酸锂价格延续此前下跌趋势，截至6月降至6万元/吨左右的历史低位；然而进入下半年，碳酸锂价格出现快速反弹，核心驱动因素包括：一是下游磷酸铁锂持续增长及储能电池需求超预期增长，拉动碳酸锂采购需求显著提升；二是部分高成本锂矿产能退出，供给端边际收缩；三是市场情绪及补库存周期助推价格上行。进入2026年，碳酸锂价格在高位区间震荡运行，供需双方博弈加剧。市场普遍认

² 相关数据均来自芳源股份2025年年度报告，该等数据原始来源为ICC鑫椏锂电。

为碳酸锂价格已告别单边下跌阶段，未来走势将更多取决于下游需求景气度、资源端产能释放节奏以及全球锂矿贸易格局的变化。

图3 2025年下半年以来碳酸锂价格持续回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

受益市场回暖等因素，公司业绩有所改善，收入保持增长、毛利率逐步回升。2025年以来公司产品多元化转型成效进一步显现，已形成前驱体、硫酸盐类、碳酸锂多元化产品矩阵，覆盖三元电池、钴酸锂电池、磷酸铁锂电池等关键中间体环节。其中，核心产品前驱体收入保持增长，但因产品结构调整且产能利用率较低，毛利率仍处于较低水平；随着钴金属价格上涨以及公司加大硫酸钴出货量，带动硫酸盐类中间品收入快速增长，毛利率相对较高；碳酸锂产能规模稳定，但由于上半年碳酸锂价格低迷，碳酸锂出货量少，产能利用率低；下半年开始碳酸锂价格回升，公司亦加大碳酸锂出货量，但上半年表现拉低全年碳酸锂收入及毛利率水平；2026年一季度受益碳酸锂价格上涨，收入及毛利率显著上升。此外，公司不断延伸核心技术适用产品范围，其他主营业务中包括电子化学品等新品，目前仍处于小批量阶段，收入贡献很小。

表1 收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2026年1-3月			2025年			2024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	20,783.57	31.23%	7.93%	89,914.45	39.47%	4.05%	79,302.66	36.69%	6.76%
硫酸盐	21,013.83	31.58%	14.28%	89,426.80	39.26%	13.12%	62,559.76	28.94%	-9.46%
碳酸锂	19,452.19	29.23%	27.20%	29,710.25	13.04%	-5.08%	36,422.36	16.85%	-3.65%
球形氢氧化镍	662.78	1.00%	7.40%	1,864.04	0.82%	2.20%	5,202.82	2.41%	-10.25%
其他主营业务	646.56	0.97%	-233.14%	10,341.11	4.54%	-45.33%	5,147.12	2.38%	-116.03%
主营业务合计	62,558.93	94.01%	13.55%	221,256.65	97.13%	4.17%	188,634.72	87.27%	-4.45%

其他业务	3,984.55	5.99%	85.96%	6,531.68	2.87%	74.36%	27,507.65	12.73%	-10.13%
营业收入合计:	66,543.48	100.00%	17.89%	227,788.33	100.00%	6.18%	216,142.38	100.00%	-5.17%

注：硫酸盐属中间品，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”湿法冶炼核心技术，2025年锂回收及提纯技术实现规模化应用，同时技术输出项目带来一定的收入及利润补充。需关注的是，公司研发人员及研发投入连续两年缩减，可能对长期技术迭代造成不利影响

公司加快锂回收技术创新及规模化应用，为产品多元化及多渠道原料供应提供较好的技术支撑。公司核心技术优势体现在“萃杂不萃镍”湿法冶炼，可将氢氧化镍、粗制硫酸镍、镍钴料、三元电池废料等资源中的镍、钴、锰、锂等元素全面利用，最终产出高纯硫酸镍、高纯硫酸钴、电池级硫酸锰、电池级锂盐等产品。2025年新增7项发明专利授权，其中1项涉及锂回收与电池级碳酸锂制备技术，该技术以电池回收料为主要原料，采用锂萃取工艺，可从三元电池料、磷酸铁锂回收料及含锂矿石浸出液等原料中回收锂元素，所制得的镍钴锰锂盐可达到电池级纯度，实现二次电池废料回收的有效应用。当年公司加快技术成果转化，对部分现有产线进行技术改造，顺利接入回收料处理端口，新一代回收料分离提纯技术实现规模化应用，以电池废料、含镍钴锂回收料（黑粉）为主要处理原料，产出镍钴锰锂盐均能达到电池级标准。

技术输出项目已为公司带来一定的收入及利润补充，但剩余款项的收取面临不确定性。2025年9月，公司与某日本企业及其子公司（目标公司）签订合作协议，计划通过技术输出及参股形式为目标公司在日本建立前驱体生产线提供技术及工艺支持，并按照项目实施阶段分批次收取技术服务费、设计费用和运行技术使用费，合计48亿日元（折合人民币约22,984.80万元³）。其中，项目实施前期的技术服务费26亿日元、厂房及设备设计费用7亿日元，将在合同签订后至2028年期间（实际以项目实施进度为准）分期支付；项目建成投入运营后，公司将分5年收取运行技术使用费，共计15亿日元。目前该项目已完成前期研究、政府补贴获批、中国商务主管部门备案、设计合同签订及投资入股意向书签订，进入详细设计阶段。截至2026年一季度末，公司就该技术输出项目已累计收取技术服务费8.2125亿日元，后续款项将随项目进度陆续收取。但需注意的是，技术输出业务属于偶发性营业外收入，后续款项的收取取决于项目实施进度及合作方履约情况，收入确认具有阶段性和不确定性。

公司研发投入持续缩减，需关注对长期技术储备的影响。2024年及2025年，公司研发人员连续两年下降（从144人降至111人），研发投入同比分别下降26.68%和17.44%。虽然当前公司在研项目仍主要围绕核心业务展开，短期内对核心产品技术优势影响有限，但研发资源的持续缩减可能影响公司未来在新材料、新工艺上的储备与长期竞争力。

2025年公司业务转型成效进一步显示，前驱体、硫酸盐类、碳酸锂三类产品已形成稳定供应，其

³ 按 2025 年 9 月 25 日汇率中间价 100 日元对人民币 4.7885 元计算。

中核心产品前驱体实现恢复性增长，但产能利用率仍较低；碳酸锂2026年一季度受益量价齐升、毛利率显著改善，但盈利持续性受价格因素影响仍存在较大不确定性

前驱体收入结构持续调整，2025年收入实现恢复性增长，但该产品在国内市场的价格竞争压力仍较大。前驱体为公司核心战略产品，以8系、9系等高镍及超高镍产品为主，高镍产品出货占比达70%，主要客户为贝特瑞、巴斯夫杉杉、盟固利等。2025年前驱体收入结构继续调整，其中毛利率水平较高的NCA三元前驱体因原海外客户订单继续锐减，收入同比继续大幅下滑；与此同时，公司聚焦国内市场拓展取得成效，NC高镍前驱体形成规模化出货，且受益于机器人、储能、3C产品、小动力等多元应用场景需求快速增长，2025年出货量实现数倍增长。值得注意的是，国内前驱体市场竞争激烈，加工费毛利空间有限，虽然出货量增加带动收入增长，但产品结构调整导致平均产品售价下滑，预计未来国内前驱体业务仍将面临激烈的价格竞争。

表2 公司前驱体产品收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

产品	2025年		2024年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
NCA三元前驱体	1.15	12.52%	4.45	21.99%
NCM三元前驱体	4.14	7.35%	2.66	-11.17%
NC前驱体	3.71	-2.25%	0.82	-17.63%

资料来源：公司提供

硫酸盐类中间品受益产能倾斜及钴金属价格上升，出货量大幅增加，但整体产能消化压力仍较大。因前驱体和硫酸盐类中间品的前段产能可相互调配，市场行情推动下公司加大硫酸盐类中间品的产能倾斜，且硫酸钴因工艺改进品质提升，应用领域从汽车动力电池拓展至高端数码产品，硫酸钴出货量实现翻番；同时受益于金属钴市场价格上行，2025年硫酸钴销售收入及毛利率均显著提升；硫酸镍出货量下降，主要系公司将镍原料优先投入至前驱体产品生产。整体上硫酸盐类中间品的产能利用率相对较高，但前驱体产能利用率仍较低，公司整体产能消化压力仍较大。

表3 2025年主要产品销售及生产情况（单位：吨、万元/吨）

主要产品	产能	生产量	销售量	销售均价	产能利用率	产销率
前驱体	31,000.00	10,093.09	11,208.24	8.02	32.56%	111.05%
硫酸盐	49,200.00	36,020.74	34,435.45	2.60	73.21%	95.60%
碳酸锂	24,000.00	4,344.13	4,262.76	6.97	18.10%	98.13%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 2024年主要产品销售及生产情况（单位：吨、万元/吨）

主要产品	产能	生产量	销售量	销售均价	产能利用率	产销率
前驱体	34,000.00	8,649.08	8,904.11	8.91	25.44%	102.95%
硫酸盐	45,600.00	24,422.57	32,473.52	1.93	53.56%	132.97%
碳酸锂	24,000.00	4,654.36	4,960.43	7.34	19.39%	106.58%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

碳酸锂产能规模较为稳定，但未来其盈利受价格因素影响波动较大。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。为应对市场变化，公司自2024年持续推进产品多元化转型，将部分前驱体产线及1万吨电池氢氧化锂产线改造为碳酸锂产线并形成2.4万吨碳酸锂产能，2025年该产能规模保持稳定，但上半年碳酸锂价格持续下行，全年出货量未能实现预期增长，全年产能利用率处于低位，但产线改造完成后折旧摊销大，综合导致碳酸锂业务2025年仍未盈利。2026年一季度受益于碳酸锂价格上升及出货量增加，碳酸锂毛利率显著回升。目前公司碳酸锂产线改造基本完成，未来计划同步推进碳酸锂原料段项目建设，贯通从锂矿石焙烧至硫酸锂溶液制备的完整工艺链条，以进一步完善原料自供体系，但该业务的盈利情况受碳酸锂价格波动以及产能利用率等因素影响仍面临较大的不确定性。

公司单一产品的客户集中度仍较高，且部分贸易商的合作粘性不强，整体客户拓展压力仍较大。随着公司加大国内前驱体市场开拓力度，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，主要客户包括贝特瑞、邦普循环、比亚迪、巴斯夫杉杉、盟固利、象屿等。从2025年前五大客户销售情况看，单一产品的客户集中度仍较高，其中前驱体收入主要来自客户B、客户C和客户D，硫酸盐类中间品主要来自客户A，碳酸锂收入主要来自客户E。我们关注到，碳酸锂业务主要客户为贸易商，客户黏性不强，公司正在加大拓展下游终端客户，未来终端锂电池客户的订单落地及收入贡献情况尚需观察。

表5 2025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	39,282.32	17.25%	硫酸镍结晶	月结，对账后 15 日内支付货款
客户 B	37,994.57	16.68%	前驱体、碳酸锂	60 天，对账后 30 日内支付货款
客户 C	29,172.15	12.81%	前驱体、硫酸钴	月结 30 日
客户 D	19,053.10	8.36%	前驱体、硫酸钴等	货到月结 45 日
客户 E	16,227.77	7.12%	碳酸锂	现款现货
合计	141,729.91	62.22%	-	-

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

公司已建立多渠道原材料供应体系，在资源综合利用与原料自主保障方面形成一定优势，2025年以来持续加大回收废料的采购占比，有助于缓解成本管控压力

原材料成本占比高，公司持续通过调整采购策略、提升回收废料使用比例等方式控制成本。公司从事镍、钴、锂等资源综合利用业务，建立了多渠道的原材料供应体系，与众多镍湿法冶炼中间品（MHP）、镍钴料、硫酸锂溶液、电池回收料等原料供应商建立合作关系。2025年公司调整采购策略，不再采购高成本的镍豆，但仍保持较大规模氢氧化镍的采购量，同时基于其回收废料分离提纯技术实现关键性突破，当期亦大幅增加三元废料采购量，未来随着业务规模扩大，公司计划进一步加大回收废料

的采购占比，拟通过子公司独立开展全新生产线的设计与建设工作，旨在系统性提升回收料的精细化处理能力与综合转化效率。同时受原材料供应方式的调整，2025年前五大供应商发生较大变化，其中镍湿法冶炼中间品的采购主要通过国内贸易商，未来需关注此类供应商的稳定性。此外，产业链价格波动大，行业竞争加剧，未来公司仍可能面临加工费下调等成本压力。

表6 2025年公司核心原材料采购情况

项目	金额（万元）		重量（吨）		平均价格（万元/吨）	
	2025年	2024年	2025年	2024年	2025年	2024年
氢氧化镍	57,556.29	77,140.29	28,452.91	45,706.23	2.02	1.69
三元废料	51,201.27	5,747.52	15,380.30	1,317.97	3.33	4.36
镍豆	-	24,924.26	-	1,553.00	-	16.05
硫酸镍	15,058.47	7,717.64	13,511.88	6,838.10	1.11	1.13
三元粉	10,539.59	5,023.63	1,762.04	944.46	5.98	5.32
硫酸锂	8,801.28	24,476.16	30,653.28	80,513.36	0.29	0.30
合计	143,156.90	145,029.50	-	-	-	-

注：2024年公司镍豆采购额2.49亿元，占当期年度采购额的比重为13%，而该比例2023年为43%。

资料来源：公司提供

表7 2025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	24,763.17	13.06%	氢氧化镍
供应商 B	20,631.03	10.88%	镍钴锰、硫酸锂、三元废料、三元粉
供应商 C	13,598.82	7.17%	三元废料、镍钴锂、三元粉
供应商 D	11,516.96	6.07%	硫酸镍、硫酸钴
供应商 E	10,589.79	5.59%	氢氧化镍
合计	81,099.77	42.77%	-

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2024-2025年审计报告及未经审计的2026年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。

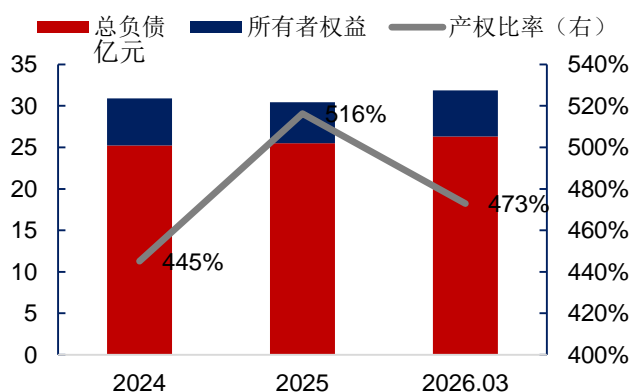
2025年下半年以来受益产业链价格回升，公司业绩有所改善，但持续性尚待观察；同时公司杠杆水平仍处高位，现金短期债务比维持低位，整体偿债压力仍很大

资本实力与资产质量

公司资本实力因连续多年亏损而表现弱化，虽然2026年一季度扭亏为盈，但持续性尚待观察。2025

年公司亏损幅度收窄但仍未扭亏，所有者权益因此进一步减少，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继续提升，权益对负债保障程度低。2026年一季度公司扭亏为盈，所有者权益略有增加，对负债保障程度小幅上升。

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

公司资产以固定资产和存货为主，需关注固定资产折旧压力及存货减值风险。2025年以来固定资产小幅下降主要系生产设备计提折旧所致；存货同比增加主要系2025年下半年碳酸锂及硫酸盐类产品价格上涨，公司扩大业务规模，原材料采购及在产品规模等相应增加；考虑到产业链价格变动较大，未来存货仍可能面临跌价风险。此外，2025年部分客户回款账期延长，导致期末应收账款略有增加；而应收票据持续大幅增加，主要系硫酸盐类的交易客户一般使用银行承兑汇票，而2025年以来该类产品销售量增加较多。

受限资产规模上升，融资弹性变差。2025年末受限资产账面价值合计7.44亿元，同比增加36.47%，主要系已背书或贴现但未终止确认的应收票据规模增加较多，同时固定资产新增抵押1.42亿元用于售后回租。2026年3月末货币资金余额有所回升但仍处于历史较低水平。

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	2.13	6.68%	1.54	5.07%	1.71	5.52%
应收票据	3.22	10.10%	2.74	9.00%	1.73	5.62%
应收账款	2.48	7.78%	2.45	8.04%	2.33	7.55%
预付款项	1.02	3.19%	0.33	1.09%	0.92	2.99%
存货	5.94	18.64%	5.80	19.05%	5.21	16.87%
其他流动资产	2.24	7.03%	2.42	7.94%	2.33	7.53%
流动资产合计	17.20	53.98%	15.49	50.92%	14.95	48.38%
固定资产	11.67	36.62%	11.98	39.37%	12.50	40.46%
非流动资产合计	14.66	46.02%	14.93	49.08%	15.95	51.62%

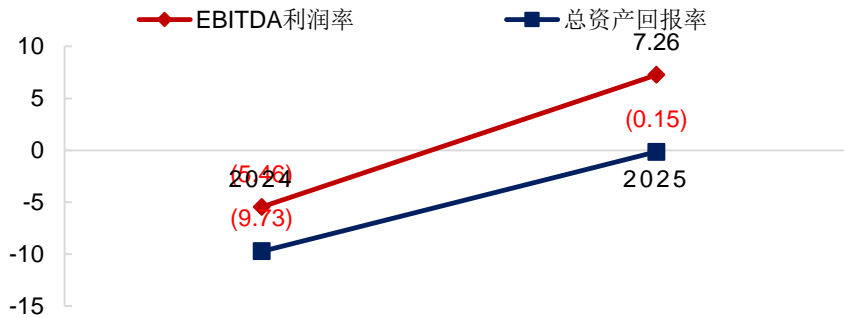
资产总计	31.86	100.00%	30.43	100.00%	30.90	100.00%
------	-------	---------	-------	---------	-------	---------

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

公司盈利有所改善，但持续性尚待观察。受益于下游需求回暖、部分金属价格上行及技术输出项目的利润补充，公司盈利有所改善，未来盈利持续性尚待观察。2025年三季度开始公司业绩逐步改善，2026年一季度净利润实现6,131.55万元，主要受益因素包括：第一，得益于国内市场开拓取得成效，前驱体业务恢复性增长，以及锂电产业链价格触底反弹，硫酸钴、碳酸锂等产品量价齐升；第二，公司优化原材料供应，加大回收废料的占比带来成本端修复；第三，公司技术输出项目于2025年第四季度开始确认收入，成为盈利拐点的重要支撑。但需关注的是，技术输出项目带来的利润贡献具有偶发性，而主营业务中碳酸锂价格波动大，未来是否持续盈利尚不确定；且公司整体产能利用率较低，固定成本分摊压力仍较大，折旧摊销对利润的影响仍较大。因此虽然公司经营业绩有所改善并实现单季度盈利，但未来盈利能力持续提升仍面临挑战，需持续观察下游需求景气度、产业链价格走势及公司回收料替代进度等。

图5 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

公司债务短期化，偿债压力仍很大。公司债务由银行借款、本期债券构成，2025年以来主要为银行短期借款增加，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本期债券按面值计提利息增加导致，本期债券基本未转股，回售起始日为2026年9月23日，回售触发价格为9.8元/股，未来需关注股价变动导致的回售压力。

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	8.26	31.40%	7.51	29.47%	5.72	22.69%

应付票据	1.26	4.77%	0.33	1.28%	1.64	6.48%
应付账款	4.69	17.83%	5.57	21.85%	3.71	14.72%
一年内到期的非流动负债	3.06	11.64%	2.56	10.03%	3.02	11.98%
流动负债合计	18.02	68.52%	16.61	65.15%	14.36	56.90%
长期借款	2.17	8.23%	2.83	11.12%	4.74	18.81%
应付债券	5.69	21.65%	5.62	22.05%	5.27	20.89%
租赁负债	0.42	1.59%	0.43	1.68%	0.45	1.77%
非流动负债合计	8.28	31.48%	8.88	34.85%	10.87	43.10%
负债合计	26.30	100.00%	25.49	100.00%	25.23	100.00%
总债务	21.07	80.10%	19.56	76.74%	20.85	82.63%
其中：短期债务	12.79	60.71%	10.68	54.59%	10.38	49.81%
长期债务	8.28	39.29%	8.88	45.41%	10.46	50.19%

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

公司杠杆水平处于高位，且经营活动现金流表现弱化。2025年公司亏损收窄，业绩有所改善，经营活动现金流转为净流出主要受部分客户回款账期延长、同时客户使用票据结算的占比提升等因素所致；考虑折旧摊销因素的FFO仍为净流入，净债务/EBITDA、FFO/净债务、EBITDA利息保障倍数等杠杆指标回正，但公司杠杆水平仍处于高位，资产负债率超过80%。

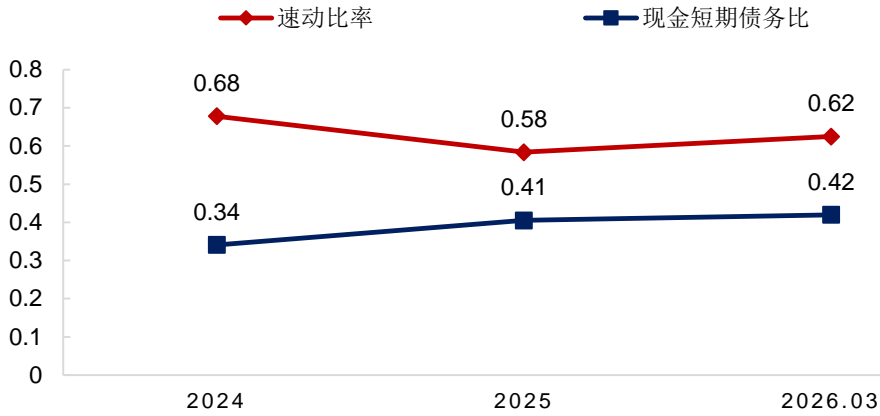
表10公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.29	-0.68	0.74
FFO（亿元）	--	0.09	-2.74
资产负债率	82.55%	83.77%	81.66%
净债务/EBITDA	--	9.61	-15.26
EBITDA利息保障倍数	--	1.75	-1.30
总债务/总资本	79.12%	79.85%	78.63%
FFO/净债务	--	0.56%	-15.20%
经营活动现金流净额/净债务	-1.82%	-4.30%	4.10%
自由现金流/净债务	-2.18%	-6.26%	-0.07%

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

公司获取流动性资源的能力仍表现一般。2025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低位回升，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，银行授信规模尚可，截至2026年3月末尚未使用的银行授信额度为13.19亿元；但公司杠杆水平处于高位，且存在一定比例的资产受限，影响融资弹性。

图6 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27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，截至查询日（2026年6月16日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

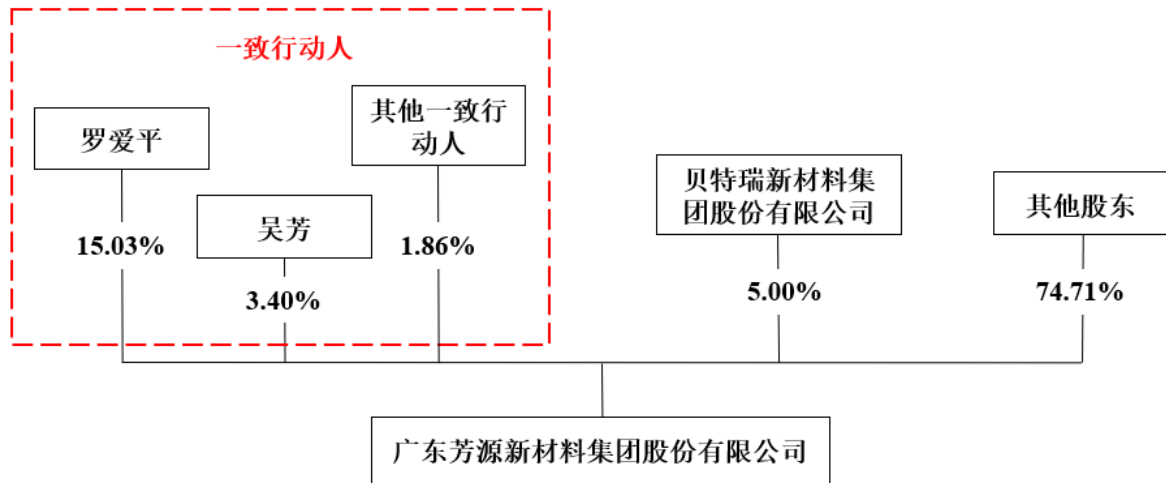
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	2.13	1.54	1.71	0.93
应收票据	3.22	2.74	1.73	0.75
存货	5.94	5.80	5.21	7.55
流动资产合计	17.20	15.49	14.95	13.35
固定资产	11.67	11.98	12.50	12.22
非流动资产合计	14.66	14.93	15.95	17.52
资产总计	31.86	30.43	30.90	30.86
短期借款	8.26	7.51	5.72	4.03
应付账款	4.69	5.57	3.71	1.89
一年内到期的非流动负债	3.06	2.56	3.02	2.03
流动负债合计	18.02	16.61	14.36	8.74
长期借款	2.17	2.83	4.74	6.18
应付债券	5.69	5.62	5.27	4.89
长期应付款	0.00	0.00	0.35	0.00
非流动负债合计	8.28	8.88	10.87	11.60
负债合计	26.30	25.49	25.23	20.34
所有者权益	5.56	4.94	5.67	10.53
营业收入	6.65	22.78	21.61	21.02
营业利润	0.64	-1.00	-4.04	-5.08
净利润	0.61	-1.03	-4.27	-4.56
经营活动产生的现金流量净额	-0.29	-0.68	0.74	-3.26
投资活动产生的现金流量净额	-0.06	0.32	-0.45	-4.27
筹资活动产生的现金流量净额	0.90	0.26	0.43	2.09
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	1.65	-1.18	-0.32
FFO（亿元）	--	0.09	-2.74	-1.56
净债务（亿元）	15.87	15.89	18.01	16.51
销售毛利率	17.89%	6.18%	-5.17%	2.63%
EBITDA 利润率	--	7.26%	-5.46%	-1.51%
总资产回报率	--	-0.15%	-9.73%	-12.22%
资产负债率	82.55%	83.77%	81.66%	65.90%
净债务/EBITDA	--	9.61	-15.26	-51.94
EBITDA 利息保障倍数	--	1.75	-1.30	-0.48
总债务/总资本	79.12%	79.85%	78.63%	63.32%
FFO/净债务	--	0.56%	-15.20%	-9.47%
经营活动现金流净额/净债务	-1.82%	-4.30%	4.10%	-19.76%
速动比率	0.62	0.58	0.68	0.66

现金短期债务比	0.42	0.41	0.34	0.35
---------	------	------	------	------

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

附录二 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2025 年末纳入公司合并报表范围的重要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
江门市芳源循环科技有限公司	85,082.84	100.00%	三元锂电、碳酸锂等材料生产、销售
江门市芳源新能源材料有限公司	43,296.90	84.99%	三元锂电、碳酸锂等材料生产、销售

资料来源：公司 2025 年年度报告

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