

中贝通信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【490】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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
中贝转债	A+	A+

评级日期

2026年6月29日

联系方式

项目负责人：刘惠琼
 liuhq@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：公司智算业务收入大幅增长，在手订单储备充足，已成为公司重要的利润来源和增长点，定向增发显著增强公司资本实力、降低杠杆水平；但同时中证鹏元关注到，公司实际控制人持股比例进一步下降，5G 新基建及智慧城市业务面临行业下行压力，智算业务毛利率显著下降，仍面临竞争加剧、资产减值、AI 算力服务器采购受限、客户集中度高，以及新能源电池业务面临行业竞争激烈、产能利用率低等风险，同时公司债务压力仍较大，信息披露等内部治理制度有待完善。

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	99.51	85.46	80.88	61.40
归母所有者权益	39.38	20.57	20.40	19.40
总债务	43.73	44.72	40.20	19.44
营业收入	4.85	32.45	29.84	28.62
净利润	-0.02	0.80	1.47	1.46
经营活动现金流净额	-3.97	8.59	1.81	1.42
净债务/EBITDA	--	4.70	6.45	3.32
EBITDA 利息保障倍数	--	4.86	3.93	6.53
总债务/总资本	51.91%	67.30%	65.50%	49.18%
FFO/净债务	--	15.88%	10.43%	17.48%
EBITDA 利润率	--	23.88%	17.23%	8.91%
总资产回报率	--	3.13%	4.09%	3.70%
速动比率	0.97	0.75	0.88	1.01
现金短期债务比	0.62	0.35	0.43	0.96
销售毛利率	16.86%	19.69%	19.07%	16.31%
资产负债率	59.29%	74.58%	73.82%	67.28%

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

- **公司智算业务收入大幅增长，在手订单储备充足，已经成为公司重要的利润来源和增长点。**截至 2026 年 3 月末，公司智算业务相关总投资 31.70 亿元；截至 2026 年 4 月 23 日，公司总算力规模约 2.2 万 P，较 2024 年末大幅增长。2025 年公司实现智算业务收入大幅增长，毛利率仍维持在较高水平，在手订单充足，已经成为公司重要的利润来源和增长点。
- **定向增发显著增强公司资本实力、降低杠杆水平。**2026 年一季度公司定向增发募集资金总额 19.20 亿元，所有者权益规模大幅增长，资产负债率从 2025 年末的 74.58% 降至 59.29%。

关注

- **5G 新基建及智慧城市业务面临行业下行压力，回款周期长，当期计提坏账严重侵蚀公司利润。**5G 新基建业务受下游运营商资本开支减少影响、智慧城市受地方政府收紧建设开支影响，两项业务面临行业下行压力。因下游客户强势，业务回款周期较长，形成应收账款规模较大。2025 年应收账款账面价值为 21.40 亿元，同比略有增长，占总资产的比例达 25.04%；当期信用减值损失达 0.93 亿元，较上年增加 0.62 亿元，严重侵蚀公司利润。
- **智算业务毛利率显著下降，仍面临竞争加剧、资产减值、AI 算力服务器采购受限、客户集中度高为风险。**2025 年业务毛利率为 33.85%，较上年下降 7.19 个百分点，仍处于较高水平，毛利率下降主要是因为前期市场环境过热导致的高毛利率回归理性水平。智算行业进入壁垒总体不高且当前利润丰厚，行业竞争加剧。技术迭代较快，公司面临算力设备资产减值风险。美国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。2025 年智算业务前五大客户销售占比达 95%，重点客户的经营情况将直接影响公司算力业务经营情况。
- **新能源汽车业务面临行业竞争激烈、产能利用率低为风险。**动力电池与储能系统产线已于 2025 年 10 月达到预定使用状态，业务收入已初具规模。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。
- **总债务规模仍较大，债务短期化，面临较大债务压力。**截至 2026 年 3 月末，公司总债务 43.73 亿元，规模较大，较 2024 年末略有增长；短期债务占比持续上升至 63.12%，债务短期化，但因定增股票融资规模较大，现金短期债务比上升至 0.62；2025 年末融资租赁占总债务的比例为 27.78%，占比下降但仍较高。2025 年财务费用达 1.61 亿元，较上年增加 0.55 亿元。
- **2026 年一季度业绩亏损。**公司传统业务因行业下行持续承压，智算业务面临折旧及财务支出对利润的侵蚀。2026 年一季度公司营业收入同比下降 11.80%，归母净利润略有亏损，上年同期为盈利 0.19 亿元，主要系营运商投资下滑，当期 5G 新基建业务收入同比下降 27.58%。
- **实际控制人持股比例进一步下降，信息披露等内部治理制度有待完善。**因定向增发导致股份稀释，李六兵和梅漫夫妇合计持有股权从 2024 年末的 26.77% 下降至 2026 年 3 月末的 21.68%，且李六兵质押股份约占其所持有股份的 1/3。2025 年 7 月 24 日，上海证券交易所因公司未及时披露定期报告问询函回复公告，对公司及董事会秘书冯刚予以口头警示。

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，同时智算业务发展态势良好，且未来仍具潜力。

同业比较（单位：亿元）

指标	润建股份 (002929. SZ)	宜通世纪 (300310. SZ)	嘉环科技 (603206.S H)	协创数据 (300857. SZ)	宏景科技 (301396. SZ)	鸿博股份 (002229. SZ)	公司
总资产	204.94	34.46	90.17	237.98	53.14	21.57	85.46
营业收入	103.49	25.06	46.85	122.36	11.82	10.13	32.45
净利润	-0.33	0.10	0.52	11.52	0.27	-1.38	0.80
销售毛利率	12.23%	9.12%	12.14%	19.24%	21.26%	17.36%	19.69%
资产负债率	69.37%	45.41%	74.58%	81.48%	76.43%	44.83%	74.58%

注：（1）以上各指标均为 2025 年数据。（2）润建股份、宜通世纪、嘉环科技为通信网络建设服务商可比公司，其他为智算业务可比公司。

资料来源：Choice，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_2025V1.0
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	5/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	5/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
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	2025-6-27	2029-10-19

一、 债券募集资金使用情况

募集资金用途：公司于2023年10月发行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。“中贝转债”自2024年4月25日起进入转股期，当前转股价格20.54元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价25.22元/股。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司向特定对象发行人民币普通股（A股）股票1.02亿股，每股发行价格为18.81元，募集资金总额19.20亿元，新增股份已于2026年2月4日办理完毕股份登记、托管及限售手续。此外，少量本期债券转股。受上述因素影响，总股本从2024年末的4.34亿股增至2026年3月末的5.36亿股。因股份稀释，李六兵和梅漫夫妇合计持有股权从2024年末的26.77%下降至2026年3月末的21.68%，仍为公司控股股东和实际控制人，但近年持股比例持续下降¹，且李六兵质押股份约占其所持有股份的1/3。

表1 截至2026年4月23日，实际控制人股份质押情况（单位：股）

股东名称	持股数量	持股比例	累计质押数量	占其所持股份比例	占公司总股本比例
李六兵	94,598,177	17.64%	32,000,000	33.83%	5.97%
梅漫	21,662,160	4.04%	0	0.00%	0.00%
合计	116,260,337	21.68%	32,000,000	27.52%	5.97%

资料来源：公司公告

2025年公司持续推动业务转型，智算业务收入规模进一步提升，已成为公司重要的利润来源和增长点。目前公司形成了以5G新基建、智慧城市等业务为传统根基，智算业务为增长动力和发展重点，同时布局新能源电池业务的业务格局。

人事及组织架构方面，跟踪期内，公司取消监事会，由董事会审计委员会行使《公司法》规定的监事会职权；饶学伟从董事变为职工董事。

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

¹ 2024年实际控制人持股比例下降主要系当期李六兵协议转让其持有的5%股份。

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，努力实现“十五五”良好开局。

行业环境

1、5G新基建行业

随着下游运营商持续削减5G新基建投资，通信网络技术服务行业承压，竞争加剧

三大运营商5G资本开支已进入明显退坡期。据各公司2025年业绩年报披露：中国移动2025年5G网络投资执行582亿元（同比降15.7%），2026年计划进一步压降；中国电信2025年网络基础设施投资407亿元，2026年网络基础设施计划降至299亿元（同比降约26%）；中国联通2025年总资本开支542亿元（移动网络投入同步压降），2026年总资本开支计划降至约500亿元（同比降7.7%）。三大运营商合计5G资本开支已从2021年峰值约1,840亿元降至2024年约1,172亿元，2025年继续收缩。

削减主因有三：一是规模建设周期结束，全国县城以上城区5G连续覆盖基本完成，新建基站边际收益递减，投资高峰已过；二是经济效益不及预期，5G单站功耗约为4G的3倍，电费及运维压力推高成本，但5G消费端红利低于早前预期，ToB价值尚在培育期；三是资本开支结构性转移，资源向算力网络、AI智算中心倾斜，2025年三大运营商算力投资逆势增逾20%。

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。随着三大运营商削减5G建设开支，通信网络技术服务行业承压，下行市场中竞争越发激烈。

表2 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。

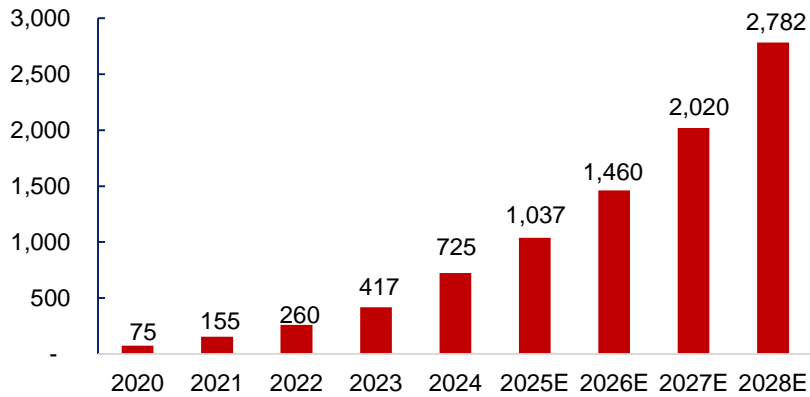
资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2、智算（AI算力）行业

智算行业处高速扩容期但进入分化洗牌阶段，资源向头部具备电力优势、长单绑定大客户服务商集中，需警惕中小参与者低端产能利用率低与资金链风险

近年来，智能化正快速重塑各行各业，智能算力需求将与日俱增。据IDC数据，2024年中国智能算力规模达725.3 EFLOPS（同比+74.1%），2025年预计增至1,037.3 EFLOPS；算力租赁市场规模2025年约2,116亿元，预计2026年达2,600亿元。需求端以互联网大模型训练为主，但结构正从“训练主导”向“训推一体、推理为主”切换，2026年推理算力需求占比有望超60%。

图1 我国智能算力规模及预测（单位：EFLOPS）



资料来源：IDC

智算行业在快速发展中仍面临问题。一是**高端芯片供给受限**，英伟达H20/B系列限售抬升扩容成本；二是**重资产高杠杆**，智算中心前期设备资本支持巨大、折旧期长，对运营方融资成本与现金流管理要求高；三是**国产生态适配滞后**，软硬件兼容性与集群稳定性仍待打磨。

智算行业处高速扩容期但进入分化洗牌阶段，资源向头部具备电力优势、长单绑定大客户服务商集中，同时部分主体扩张激进、财务杠杆快速上升部分主体扩张激进、财务杠杆快速上升，警惕中小参与者产能利用率低与资金链风险。主要原因有三：一是结构性过剩，智算行业供给端呈现“云厂商/运营商（约70%）+第三方IDC/专业租赁商（约20%~30%）”格局，受地方智算中心集中投建影响，中低端

算力已出现阶段性价格竞争。大量中小玩家涌入导致中低端算力闲置率攀升，租赁价格持续下行，部分主体扩张激进、财务杠杆快速上升，缺乏长协订单的企业面临现金流断裂风险；二是资源向头部倾斜，美国高端芯片管制下，英伟达优先保供头部大厂，中小厂商拿卡难且融资成本高企；三是竞争门槛抬高，头部企业凭借“东数西算”枢纽节点的绿电指标、万卡集群组网能力及与大模型厂商的3-5年长单，锁定了高上架率。

四、经营与竞争

公司系国内主流的通信网络技术服务商和领先的智算服务商之一，以5G新基建和智慧城市等业务为传统核心业务。2024年以来公司大力投资智算业务，同时布局新能源电池业务。2024年智算业务收入初具规模，2025年收入进一步大幅增长，已成为公司重要的利润来源和增长点，同时新能源电池生产线于2025年10月达产，未来将释放业绩。

2025年公司营业收入主要来自5G新基建、智慧城市和智算业务，合计收入占比约94%；毛利润主要来自5G新基建和智算业务，合计毛利润占比约89%；相比上年，智算业务收入、毛利润规模和占比均显著提升。

表3 营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

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
5G新基建	2.46	51.33%	12.42%	17.76	54.73%	19.61%	19.68	65.94%	18.23%
智算业务	1.72	35.97%	30.85%	6.20	19.11%	33.85%	2.69	9.01%	41.04%
智慧城市	0.40	8.26%	1.75%	6.28	19.35%	9.09%	3.09	10.35%	13.48%
新能源电池业务	0.12	2.46%	-9.96%	1.35	4.16%	10.17%	0.1	0.34%	26.33%
其他	0.10	1.98%	-37.76%	0.86	2.64%	11.27%	4.28	14.34%	12.98%
合计	4.85	100.00%	16.86%	32.45	100.00%	19.69%	29.84	100.00%	19.07%

注：其他业务包括智慧出行、光电子器件产品制造、算力设备销售等，2025年其他收入大幅下降，主要系公司逐步停用智慧出行业务，同时2024年公司实现规模较大的算力设备贸易收入。

资料来源：公司提供

（一）5G新基建业务及智慧城市业务

5G新基建业务收入下滑，国内业务随着运营商投资放缓持续收缩，海外业务或有一定市场空间，但不足以弥补业务整体下行；智慧城市业务增收不增利，随着地方政府债务压力加大，预计未来业务空间有限；因下游客户强势，相关业务仍面临回款周期长和坏账问题，2025年计提坏账损失规模较大，严重侵蚀公司利润

2025年以来公司通信网络技术服务专业资质无重要变化，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。公司业务模式无重大变化，通过投标方式承接客户业务，客户主要为中国移动、中国联通、中国电信以及中国铁塔等重要电信运营商。

表4 公司 5G 新基建国内业务中标情况（单位：亿元）

年份	中标个数 (个)	中标份额	合同金额	截至 2026 年 3 月末, 公司 5G 新基建在手合同金额
2025 年	63	23.22	22.63	30.16
2024 年	57	8.85	6.11	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

随着下游运营商投资放缓，2025年公司5G新基建业务实现收入17.76亿元，同比下滑9.76%，仍是公司最大的收入和毛利润来源。截至2026年3月末，公司在手订单合同金额30.16亿元，存量订单储备尚可，下游运营商5G建设资本开支预计将进一步缩减，未来订单获取承压。

2025年该业务前五大客户收入占比下降至82.58%，其中中国移动占比下降至59.32%，占比仍较高。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10-25%区间，按照单一客户口径来看，公司前五大客户集中度为33.03%，下游客户集中度风险相对可控。

表5 公司 5G 新基建业务前五大客户及销售情况（单位：亿元）

年份	客户	销售金额	收入占比
2025 年	中国移动通信集团公司	10.53	59.32%
	Mobile Telecom Company-Saudi Arabia	1.33	7.48%
	中国联合网络通信集团有限公司	1.27	7.13%
	中国电信集团公司	0.98	5.54%
	中国铁塔股份有限公司	0.55	3.11%
	合计	14.67	82.58%
2024 年	中国移动通信集团公司	11.90	60.47%
	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	1.69	8.59%
	Mobile Telecom Company-Saudi Arabia	1.14	5.79%
	中国铁塔股份有限公司	0.76	3.86%
	合计	17.52	89.03%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

海外业务收入大幅增长，且尚有一定市场空间，但面临一定的汇率波动风险。公司海外业务主要在沙特阿拉伯等地区，2025年公司海外业务收入同比增长31.86%，占5G新基建业务收入的比重上升至12.53%。海外5G建设仍有市场空间，一定程度上弥补了国内市场业务量的下滑。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，2024-2025年公司汇兑损益分别为-127.76万元和905.36万元。

公司智慧城市业务直接或间接需求方一般为各地政府及国有企事业单位。2025年公司智慧城市业务中标个数和合同金额增加较多，同时营业收入同比翻番，但业务毛利率下降，从上年的13.48%降至2025年的9.09%，业务利润空间压缩。截至2026年3月末，在手订单合同金额仅3.02亿元，随着地方政府债务压力持续加大，预计未来智慧城市业务空间有限。

5G新基建和智慧城市业务因下游客户强势，业务回款周期较长，形成应收账款规模较大。2025年应收账款账面价值为21.40亿元，同比略有增长，占总资产的比例达25.04%；当期信用减值损失达0.93亿元，较上年增加0.62亿元，严重侵蚀公司利润。

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2026年3月末在手订单合同金额（亿元）
2025年	61	8.83	3.02
2024年	55	3.73	

资料来源：公司提供

公司传统的5G新基建、智慧城市业务面临行业下行压力，为谋求转型发展，2024年以来公司大力开拓智算、新能源等业务。

（二）智算业务

2025年公司智算业务投资进度整体放缓，主要为原有智算集群扩建，算力规模进一步增长，业务收入大幅增长，在手订单储备充足，智算业务已经成为公司重要的利润来源和增长点；但前期市场环境过热导致的高毛利率回归理性水平，关注公司当前智算业务毛利率水平持续性；公司仍面临竞争加剧、资产减值、AI算力服务器采购受限、客户集中度高等风险

2024年公司在全国范围内扩大建设智算集群，顺利完成武当、上海松江、上海临港、三江源、宁夏中卫、甘肃庆阳、青海海东等多个智算集群建设。随着算力芯片价格上涨，公司投资进度整体放缓，2025年以来公司主要进行建成智算中心扩建。截至2026年3月末，公司智算业务相关总投资31.70亿元，截至2026年4月23日，公司总算力规模约2.2万P，较2024年末大幅增长，所使用的算力核心设备采购自技术领先的供应商。

业务模式方面，公司智算中心的建设通常根据客户需求进行私有化部署，通过提供算力租用服务产生收入。公司与客户签订合同约定关键产品设备的采购、合同金额、服务期限、支付方式等，其中合同价款由公司按目标业务毛利率（目前为30%以上）与客户谈判确定。智算服务费采取先付后用、按月度计算的方式确认，因此该业务现金流情况较好。公司智算业务在手订单金额持续增长，2026年3月末为43.32亿元，在手订单较为充足，服务期一般为3-5年。公司算力使用率持续小幅提升，2026年3月末达97%。

表7 公司智算业务情况（单位：亿元、P）

项目	2026年3月末	2025年	2024年
智算业务累计投资	31.70	31.70	22.63
总算力规模	19,762.66	19,746.83	1,3420.00
算力使用率	97%	96%	94%
在手订单金额	43.32	39.64	24.74

注：算力使用率=已投入算力规模/总算力规模。
 资料来源：公司提供

2025年公司实现智算业务收入6.19亿元，同比大幅增长130.38%；业务毛利率为33.85%，较上年下降7.19个百分点，仍处于较高水平，毛利率下降主要是因为前期市场环境过热导致的高毛利率回归理性水平，关注公司当前智算业务毛利率水平持续性。

公司在智算领域的优势主要有二：一是，技术迁移优势。公司长期从事通信网络的建设所累积的技术经验和人才队伍，能够应用于智算集群的搭建，为客户提供智算集群规划设计、建设部署、运维优化一体化整体解决方案。二是，获客和设备采购渠道优势。公司在通信信息产业领域深耕三十多年，与行业上下游合作伙伴紧密合作共同发展，保证了公司订单获取、关键产品设备供应。当前智算业务市场需求旺盛，一般为客户主动与公司洽谈合作。但中证鹏元关注到，智算行业进入壁垒总体不高且当前利润丰厚，预计未来行业将有更多的新进入者，公司将面临越来越激烈的竞争。

智算业务成本主要为算力设备折旧，公司按年限平均法折旧，折旧年限为6年。该折旧政策与微软、亚马逊等国际云厂商实践一致，契合AI服务器通过梯次利用与模块升级实现的6年经济服役周期。2025年公司各类资产折旧高达4.13亿元。

智算业务投资规模很大，融资成本侵蚀公司利润。公司大规模智算业务投资开始于2024年，债务规模同步大幅增长，截至2026年3月末，公司智算业务累计投入31.70亿元，资金来源为公司自有资金、银行借款、融资租赁、定向增发等；总债务规模达43.73亿元，2025年财务费用达1.61亿元，较上年增加0.55亿元，财务费用的增加实际上基本抵消了智算业务毛利润的增加。

公司智算业务面临客户集中风险。智算业务客户包括金山云、阶跃星辰、临港算力、青海联通等，下游客户集中度很高，2025年前五大客户销售占比达95%，主要系下游市场格局逐步清晰，头部企业占据主要市场份额所致。重点客户的经营情况将直接影响公司算力业务经营情况。

表8 2025年智算业务前五大客户情况（单位：万元）

客户名称	销售金额	销售金额占比业务收入的比例
客户一	18,489.91	29.83%
客户二	15,483.27	24.98%
客户三	13,358.09	21.55%
客户四	9,882.12	15.94%
客户五	1,740.63	2.81%
合计	58,954.03	95.11%

资料来源：公司提供

美国仍限制芯片和技术的对华出口，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。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。

（三）新能源业务

新能源电池产线2025年10月达到预定使用状态，当期收入初具规模，在手订单规模不大，关注后续订单获取和业绩释放情况

公司在合肥市蜀山区投资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，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。动力电池与储能系统产线已于2025年10月达到预定使用状态，但由于业务初期产能利用率处于较低水平。

表9 2025年新能源电池业务经营情况（单位：Gwh/年、Gwh）

项目	2025年
产能（Gwh）	1.50
产量（Gwh）	0.48
销量（Gwh）	0.46
产能利用率	32%

资料来源：公司提供

2025年公司新能源电池业务实现营业收入1.35亿元，收入已初具规模，主要来自商用车动力电池销售。

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。

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2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

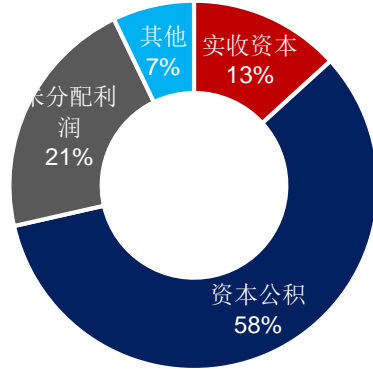
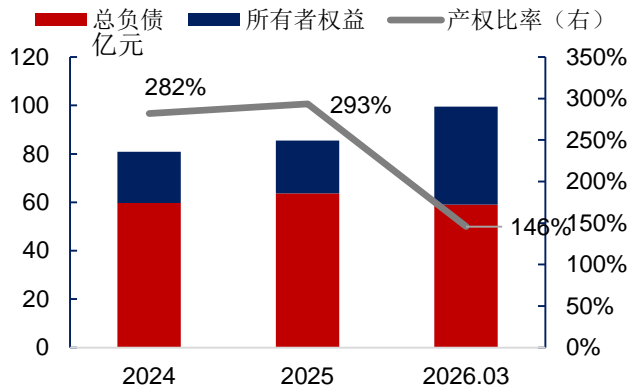
跟踪期内，定向增发推动公司资产规模增长，资产负债率降至 60%以下，杠杆水平显著下降，但同时债务规模进一步扩张，且债务短期化；盈利方面，公司 EBITDA 利润率持续大幅提升，业务获利能力显著增强，但财务费用和信用减值损失的增加导致 2025 年净利润仍大幅下滑

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司完成定向增发，所有者权益大幅增长，产权比率大幅下降，资本结构显著改善。所有者权益构成主要为资本公积、未分配利润和实收资本，其中资本公积占比因定增大幅上升。

图2 公司资本结构

图3 2026年3月末公司所有者权益构成



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

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

跟踪期内，公司资产规模增长，表现为交易性金融资产和固定资产增加。交易性金融资产系公司使用定增闲置募集资金购买的保本型投资品，固定资产增加系公司智算业务和新能源业务持续投资和陆续转固。

其他主要资产变化不大，其中因5G新基建业务、智慧城市业务垫资属性产生的应收账款规模仍较大，占用公司资金；2025年公司计提信用减值损失高达0.93亿元。截至2025年末，公司受限资产账面价值合计21.06亿元，占总资产的24.64%，规模和占比较上年末均有所增长，主要系智算业务相关的机器设备等。

表10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	7.68	7.71%	9.03	10.57%	7.42	9.18%
交易性金融资产	9.53	9.57%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应收账款	19.69	19.79%	21.40	25.04%	20.86	25.79%
存货	7.09	7.13%	4.38	5.13%	4.03	4.98%
流动资产合计	48.46	48.70%	38.49	45.04%	37.23	46.03%
固定资产	25.88	26.00%	22.75	26.61%	16.98	20.99%
在建工程	3.49	3.50%	3.56	4.17%	7.95	9.83%
其他非流动资产	2.74	2.75%	3.63	4.25%	2.26	2.79%
非流动资产合计	51.05	51.30%	46.98	54.96%	43.65	53.97%
资产总计	99.51	100.00%	85.46	100.00%	80.88	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

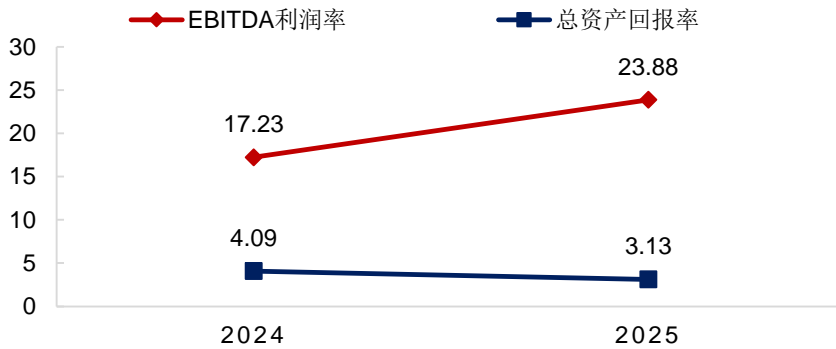
盈利能力

智算业务推动公司业务获利能力持续增强。2025年公司业绩延续上年趋势，仍由智算业务引领毛利润增长，其他业务中5G业务收入下滑，智慧城市业务增收不增利，新能源业务接近年底达产、尚未释放业绩。2025年公司EBITDA利润率为23.88%，提升显著。

财务费用和信用减值损失大幅增长，公司利润不增反降。2025年财务费用达1.61亿元，较上年增加0.55亿元；同期信用减值损失达0.93亿元，较上年增加0.62亿元。受上述因素影响，公司2025年实现利润总额1.05亿元，较上年减少0.61亿元，降幅约37%。财务费用增加主要系智算业务投资的融资费用增加；信用减值主要系5G新基建、智慧城市业务的应收款项计提，规模很大，严重侵蚀了公司利润。因利润下降，2025年公司总资产回报率较上年进一步下降。

2026年一季度公司营业收入同比下降11.80%，归母净利润略有亏损，上年同期为盈利0.19亿元，主要系营运商投资下滑，5G新基建业务收入同比下降27.58%。展望未来，随着智算业务规模扩大，公司盈利能力有望进一步提升，但智算业务也面临较多不确定性。

图4 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

2026年3月末总债务占负债的比重提升至74.12%，刚性债务占比较高；短期债务占比持续上升至63.12%，债务短期化。从融资品种来看，2025年末银行借款、债券融资、非标融资和其他融资占比分别为58.15%、10.28%、27.78%、3.79%，相比上年末，银行借款占比上升、成本偏高的非标融资占比下降。银行融资成本境内2.52%-4.1%、境外3.05%-6.5%；债券仍为本期债券；融资租赁基本为2024年以来新增，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；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11 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	15.92	26.98%	13.79	21.64%	9.88	16.55%
应付票据	0.64	1.08%	1.69	2.66%	1.03	1.73%
应付账款	12.44	21.08%	16.38	25.70%	17.01	28.50%
一年内到期的非流动负债	11.05	18.72%	10.86	17.03%	7.26	12.16%
流动负债合计	42.84	72.61%	45.34	71.13%	37.65	63.06%
长期借款	6.95	11.77%	7.84	12.30%	8.90	14.91%

应付债券	4.63	7.85%	4.59	7.19%	4.44	7.44%
租赁负债	1.73	2.92%	2.06	3.23%	1.97	3.29%
长期应付款	2.83	4.80%	3.88	6.09%	6.71	11.25%
非流动负债合计	16.16	27.39%	18.40	28.87%	22.05	36.94%
负债合计	59.00	100.00%	63.74	100.00%	59.71	100.00%
总债务	43.73	74.12%	44.72	70.15%	40.20	67.33%
其中：短期债务	27.60	63.12%	26.34	58.91%	18.18	45.21%
长期债务	16.13	36.88%	18.37	41.09%	22.03	54.79%

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

2024-2025年因公司新增债务规模较大，主要偿债指标弱化，杠杆水平较高，资产负债率超过70%。2026年一季度定向增发后，公司杠杆水平显著降低，资产负债率降至60%以下。因投资规模和业务变动较大，现金流表现波动较大，智算业务规模扩大有利于公司改善现金回流表现。

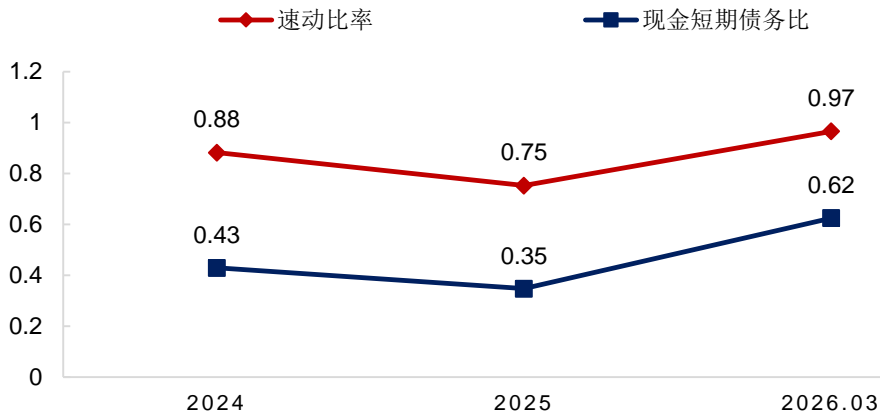
表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-3.97	8.59	1.81
FFO（亿元）	--	5.78	3.46
资产负债率	59.29%	74.58%	73.82%
净债务/EBITDA	--	4.70	6.45
EBITDA 利息保障倍数	--	4.86	3.93
总债务/总资本	51.91%	67.30%	65.50%
FFO/净债务	--	15.88%	10.43%
经营活动现金流净额/净债务	-14.90%	23.61%	5.47%
自由现金流/净债务	-26.96%	2.82%	-58.24%

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

由于2026年一季度定向增发募集资金到位，公司现金短期债务比上升至0.62，现金类资产无法覆盖短期债务。备用流动性方面，截至2026年3月末，公司剩余可用银行授信额度为22.79亿元；同时作为上市公司，公司可进行股权融资、可转债融资等。

图5 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

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项再次被相关部门处罚：2025年7月24日，上海证券交易所因公司未及时披露定期报告问询函回复公告，对公司、冯刚予以口头警示。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。

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6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15日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

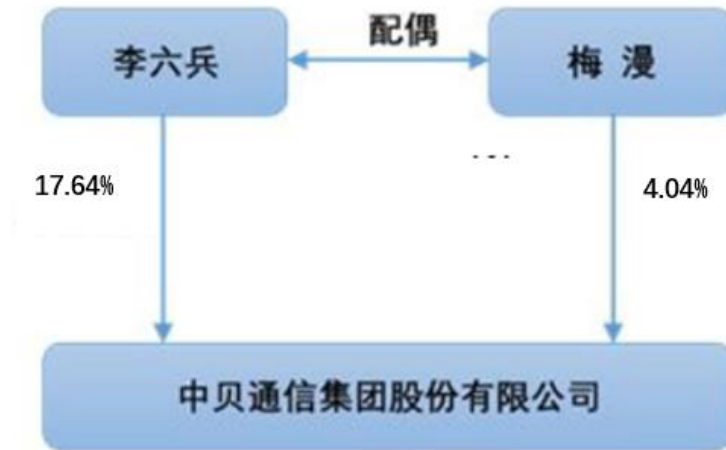
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	7.68	9.03	7.42	11.66
应收账款	19.69	21.40	20.86	19.90
流动资产合计	48.46	38.49	37.23	39.52
固定资产	25.88	22.75	16.98	4.47
非流动资产合计	51.05	46.98	43.65	21.88
资产总计	99.51	85.46	80.88	61.40
短期借款	15.92	13.79	9.88	10.26
应付账款	12.44	16.38	17.01	17.97
一年内到期的非流动负债	11.05	10.86	7.26	1.49
流动负债合计	42.84	45.34	37.65	34.13
长期借款	6.95	7.84	8.90	2.88
应付债券	4.63	4.59	4.44	4.24
长期应付款	2.83	3.88	6.71	0.00
非流动负债合计	16.16	18.40	22.05	7.17
负债合计	59.00	63.74	59.71	41.31
总债务	43.73	44.72	40.20	19.44
其中：短期债务	27.60	26.34	18.18	12.30
长期债务	16.13	18.37	22.03	7.14
所有者权益	40.51	21.72	21.18	20.09
营业收入	4.85	32.45	29.84	28.62
营业利润	-0.04	1.05	1.66	1.63
净利润	-0.02	0.80	1.47	1.46
经营活动产生的现金流量净额	-3.97	8.59	1.81	1.42
投资活动产生的现金流量净额	-15.27	-7.49	-21.27	-10.43
筹资活动产生的现金流量净额	18.27	0.06	15.39	11.63
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	7.75	5.14	2.55
FFO（亿元）	--	5.78	3.46	1.48
净债务（亿元）	26.63	36.40	33.18	8.46
销售毛利率	16.86%	19.69%	19.07%	16.31%
EBITDA 利润率	--	23.88%	17.23%	8.91%
总资产回报率	--	3.13%	4.09%	3.70%
资产负债率	59.29%	74.58%	73.82%	67.28%
净债务/EBITDA	--	4.70	6.45	3.32
EBITDA 利息保障倍数	--	4.86	3.93	6.53
总债务/总资本	51.91%	67.30%	65.50%	49.18%
FFO/净债务	--	15.88%	10.43%	17.48%

经营活动现金流净额/净债务	-14.90%	23.61%	5.47%	16.82%
速动比率	0.97	0.75	0.88	1.01
现金短期债务比	0.62	0.35	0.43	0.96

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 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