

2021 年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【135】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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年江苏锦鸡实业股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券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
锦鸡转债	A+	A+

评级观点

本次等级的评定是考虑到：江苏锦鸡实业股份有限公司（以下简称“锦鸡股份”或“公司”，股票代码：300798.SZ）在活性染料领域具有较高的市场地位，2024 年公司活性染料主业经营稳定，待本期债券募投项目投产后，可进一步提高原材料配套能力；同时中证鹏元也关注到，公司募投项目和分散染料项目投产时间延长，算力租赁业务收益较前期预期存在较大差异，且未来算力租赁市场价格存在继续下降的可能，需持续对公司已签的算力租赁合同履行情况保持关注，2024 年公司净利润同比大幅下降，需求不足仍是染料行业突出问题，后续公司经营压力仍较大，以及公司应收账款坏账风险较高等风险因素。

评级日期

2025 年 06 月 13 日

联系方式

项目负责人：宋晨阳
songchy@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：王鹤
wangh@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

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	26.11	26.00	24.29	22.14
归母所有者权益	17.32	17.39	17.39	13.71
总债务	6.29	5.87	4.29	6.83
营业收入	2.62	10.09	9.48	9.00
净利润	-0.07	0.06	0.16	0.08
经营活动现金流净额	0.17	0.10	-0.63	-0.10
净债务/EBITDA	--	1.75	-1.58	-3.04
EBITDA 利息保障倍数	--	4.59	2.23	1.66
总债务/总资本	26.65%	25.22%	19.78%	33.25%
FFO/净债务	--	22.30%	2.99%	16.76%
EBITDA 利润率	--	11.00%	6.95%	3.74%
总资产回报率	--	1.17%	1.02%	0.45%
速动比率	1.30	1.30	1.79	3.22
现金短期债务比	1.00	1.16	2.17	4.27
销售毛利率	11.62%	15.30%	13.12%	10.11%
资产负债率	33.67%	33.12%	28.38%	38.08%

注：2022-2023 年净债务/EBITDA 指标为负，系净债务为负导致。
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

- 公司在活性染料领域具有较高的市场地位，2024 年活性染料主业经营稳定。公司是活性染料行业头部生产商之一，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业，且拥有一定的活性染料中间体配套的能力，2024 年公司活性染料产量占全国活性染料产量的 17.8%；公司活性染料销量增长，毛利率提升，经营较为稳定。原材料方面，子公司生产的对位酯产量能够满足公司染料生产的大部分需求，且本期债券募投项目主要产品为对位酯和 H 酸等染料中间体，待投产后，可进一步提高原材料配套能力。

关注

- 公司募投项目和分散染料项目投产时间延长。公司募投项目和分散染料项目投产进度均较预期有所延长，其中募投项目 2024 年先后 2 次公告延期投产，2024 年 12 月公告称延期至 2025 年 7 月 31 日达到预定可使用状态，延期原因系项目产品产线丰富、设备系统调试复杂，以及冬季气温较低，不利于带料联动试车；分散染料项目产线 2024 年达到预定可使用状态，但目前还没有大规模量产。
- 公司算力租赁业务收益较前期预期存在较大差异，且未来算力租赁市场价格存在继续下降的可能，需持续对公司已签的算力租赁合同履行情况保持关注。2024-2025 年公司签订的算力租赁合同租金较前期意向租赁合同下降较多，2024 年以来算力租赁市场价格大幅下降，伴随算力供给端增加，若未来算力租赁价格继续下降，可能对现有租赁合同的履约造成影响，此外算力租赁业务为新兴行业，存在技术升级迭代风险。
- 2024 年公司净利润同比大幅下降，需求不足仍是染料行业突出问题，公司后续经营压力仍较大，此外公司应收账款坏账风险较高。由于主要在建项目陆续完工转固，2024 年公司折旧摊销费用同比增加较多，以及债务规模增加导致费用化利息支出增加，公司期间费用率提升，加上分散染料项目及零星工程新增计提减值损失，公司净利润降至 565.23 万元，2025 年一季度净利润转为亏损；目前公司主要完工项目未来投产时间仍存在不确定性，染料行业下游需求仍显不足。公司应收账款中少数中小客户仍存在账款回收风险，2024 年末公司应收账款坏账准备为 0.30 亿元，需关注应收账款回款风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为活性染料行业头部生产商之一，在活性染料领域具有较高的市场地位，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，若后续募投项目和分散染料项目正式投产，将完善公司产品品类，提高原材料配套能力，提升市场竞争力。

同业比较（单位：亿元）

指标	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	安诺其	福莱蒾特	公司
总资产	720.12	114.64	46.48	35.84	25.54	26.00
营业收入	158.84	56.95	16.38	9.73	9.65	10.09
净利润	23.55	2.27	1.70	-0.00	-0.02	0.06
销售毛利率	27.87%	17.41%	11.95%	16.56%	14.25%	15.30%
资产负债率	48.27%	16.09%	15.43%	28.09%	22.12%	33.12%
染料产量（万吨）	22.06	19.37	7.46	3.55	1.74	4.96

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
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	4/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	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	5/7
业务状况评估结果		4/7	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				1
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
锦鸡转债	6.00	1.94	2024-12-11	2027-11-04

一、 债券募集资金使用情况

公司于2021年11月发行6年期6.00亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于精细化工产品一期项目。截至2024年末，公司尚未使用的募集资金余额为4,874.64万元，其中募集资金账户存储余额为674.64万元，购买的尚未到期的理财产品和国债逆回购合计4,200.00万元。

二、 发行主体概况

由于本期债券转股，公司实收资本持续略有增长，根据公司公告，近期拟对上述实收资本增长情况进行工商变更登记，且根据实际情况，拟对公司章程的部分条款进行修订。截至2025年3月末，公司实收资本为4.69亿元，赵卫国直接持有公司16.41%股权，通过公司员工持股平台泰兴市至远企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“泰兴至远”）和泰兴市至臻企业管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“泰兴至臻”）合计间接控制公司0.33%股权，即赵卫国合计控制公司16.74%股权，较上年未发生变化，上述股权均未质押，赵卫国为公司第一大股东，公司无控股股东和实际控制人。

公司主要产品为活性染料，是活性染料行业头部生产商之一，拥有一定的活性染料中间体配套的能力，同时2024年开始算力租赁业务陆续投入运营，公司拟形成染料与算力租赁业务双主业的产业格局。截至2024年末，纳入公司合并范围的子公司为4家，较上年未发生变化。

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，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》。](#)

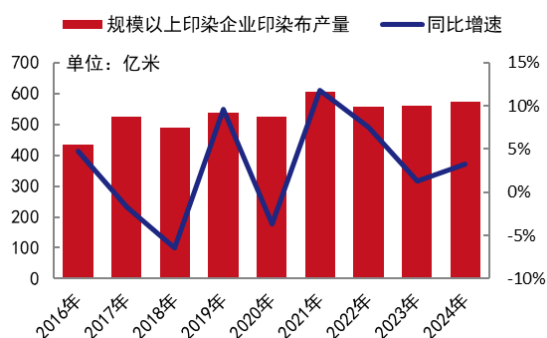
行业环境

需求不足仍是染料行业突出问题，染料市场供给增加导致竞争加剧，2024年主要染料出口呈现“量升价跌”趋势，挤压行业利润空间，染料企业经营效益继续下行，但降幅有所收窄；展望未来，下游纺织服装行业消费需求有待进一步提振，地缘政治冲突加剧、贸易保护主义盛行等导致染料行业面临的外部环境依然严峻，染料行业生产经营压力仍较突出

染料行业上游主要包括石油化工和煤化工，中游主要包括染料中间体制备和染料制备，生产活性染料的中间体主要包括对位酯、H酸和K酸等，生产分散染料的中间体主要包括间苯二胺、间苯二酚以及还原物等，染料行业的下游主要是纺织行业中的印染行业。2024年以来纺织服装内需消费温和增长，对印染行业生产恢复形成支撑，但各项内销指标增速逐步放缓，终端消费回升向好力度尚不稳固，2024年限额以上单位服装鞋帽、针纺织品类商品零售总额同比增长0.3%，增速整体低于社零增速，且较2023年全年放缓12.6个百分点；纺织品服装出口额达3,011亿美元，同比增长2.8%。受纺织品服装消费恢复缓慢影响，我国印染布产量增速呈现“上半年波动下滑，下半年逐步趋稳”走势，2024年我国规模以上企业印染布产量为572.01亿米，同比增长3.28%，增速仍不高。2025年1-3月，规模以上企业印染布产量同比增长5.74%，增速较上年同期提升1.78个百分点，主要原因系在国际关税压力扰动下，我国印染行业“抢出口”效应明显，其次是国内促消费政策加力扩围，推动我国宏观经济实现良好开局。

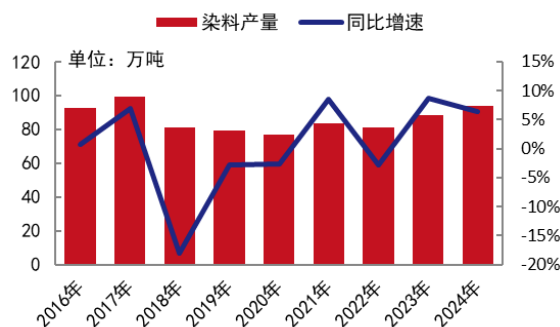
供给端来看，近年我国染料产量持续增长，2024年全国染料产量94.0万吨，同比增长6.4%，染料市场竞争加剧。我国可生产的染料品种超过1,200个，每年生产的品种有700多个，其中以分散染料和活性染料的品种为最多，分散染料主要用于涤纶、锦纶等合成纤维的染色，由于涤纶的应用非常广泛，因此分散染料是目前国内产量最大的染料品种，活性染料主要用于棉、麻等天然纤维的染色，其需求量也较大。根据染料工业协会统计数据，2024年我国分散染料产量为47.9万吨，占全国染料产量的50.96%，产量同比增长11.6%；活性染料产量为27.9万吨，占全国染料产量的29.68%，产量同比增长8.5%。

图 1 2024 年印染布产量继续增长，但增速仍不高



资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

图 2 近年染料产量持续增长，染料市场竞争加剧

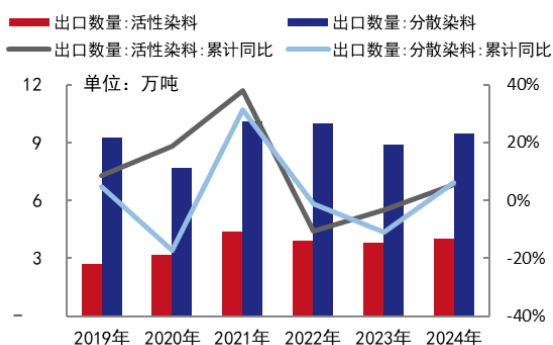


资料来源：中国染料工业协会，中证鹏元整理

我国是全球染料生产、出口和消费的第一大国，染料产量约占全球总产量的70%左右。2024年海外市场补库需求逐步释放，但国际市场需求总体疲弱，贸易环境风险高企，供需错配导致行业出口竞争进一步加剧，染料出口量增加，出口单价延续下滑态势，2024年染料出口数量为26.9万吨，同比增长11%；出口单价为4,202美元/吨，同比下降10.7%。细分来看，2024年全国活性染料和分散染料出口产量分别同比增长6.1%和5.5%，平均出口单价分别同比下降2.7%和6.8%。

染料企业经营效益继续下行，但降幅有所收窄，2024年我国颜料、中间体、印染助剂行业工业总产值594.6亿元，同比下降2.9%；销售收入完成542.1亿元，同比下降0.3%，降幅均明显收窄。总体而言，下游纺织服装行业消费需求有待进一步提振，染料行业供给持续增加，市场价格竞争依然持续，导致国内染料价格一直处在低位，挤压行业利润空间，地缘政治冲突加剧、贸易保护主义盛行等导致染料行业面临的外部环境依然严峻，染料行业生产经营压力仍较突出。

图 3 主要染料出口恢复增长¹



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2024 年主要染料出口价格略有下降



资料来源：Wind，中证鹏元整理

染料生产格局总体呈现寡头垄断的局面，产能高度集中在少数几家企业，细分品种来看，分散染料

¹ 图中分散染料具体指“分散染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041100”；活性染料具体指“活性染料及其为基本成分的制品”，海关总署商品编码为“32041600”。

具有一定的技术壁垒，加上应用领域的不同，行业集中度高于活性染料，总体市场需求也高于活性染料，活性染料中低端领域同质化竞争激烈，行业集中度不高。从地域上看，全国染料产区主要集中在浙江省、江苏省和山东省。2024年浙江龙盛、闰土股份、吉华集团、锦鸡股份、安诺其、福莱茵特等6家公司染料产量合计为59.15万吨，占全国染料产量的比重为62.9%；其中浙江龙盛和闰土股份染料产量占比均在20%以上，染料行业集中度较高。分品种来看，浙江龙盛和闰土股份活性染料和分散染料产量均较大，锦鸡股份以活性染料为主，吉华集团、安诺其、福莱茵特以分散染料为主。

表1 2024 年全国主要染料企业染料产量情况（单位：万吨）

	浙江龙盛	闰土股份	吉华集团	锦鸡股份	安诺其	福莱茵特	合计
染料产量	22.06	19.37	7.46	4.96	3.55	1.74	59.15
全国占比	23.5%	20.6%	7.9%	5.3%	3.8%	1.8%	62.9%

资料来源：各公司 2024 年年度报告，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司染料业务和算力服务业务均由各子公司负责，2024年开始公司算力租赁业务陆续投入运营并产生收入，同时活性染料收入和毛利率略有增长，带动公司营业收入同比增长6.45%，销售毛利率同比提升2.18个百分点。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
活性染料	97,686.58	96.81%	15.26%	94,562.44	99.76%	13.14%
算力服务	2,960.69	2.93%	16.53%	0.00	0.00%	-
其他业务	261.14	0.26%	15.85%	228.82	0.24%	3.07%
合计	100,908.41	100.00%	15.30%	94,791.25	100.00%	13.12%

资料来源：公司 2023-2024 年年度报告，中证鹏元整理

2024年公司活性染料主业经营较为稳定，染料销量增长，染料销售价格继续下跌，与行业走势基本一致，分散染料和募投项目投产时间延期，若后续正式投产，将完善公司产品品类，提高原材料配套能力，提升市场竞争力，但仍需关注新增产能的消化风险和收益不及预期的风险；2024年算力租赁市场价格大幅下降，虽然2025年公司拓展了长期算力租赁合同，可保障未来算力服务收入，但收益较前期预期存在较大差异

（一）染料业务

公司活性染料产品种类较多，共32个系列400多个品种，是全国活性染料产品系列和品种种类较全面的企业，在活性染料细分领域具有较高的市场地位，2024年公司染料产量占全国染料产量的5.3%，占

全国活性染料产量的17.8%²。销售方面，公司拥有40多人的专业销售和应用服务团队，遍布于江苏、上海、浙江、山东和广东等，近年公司收入也来自上述区域。区位方面，公司所在的长江三角洲区域是我国染料和印染行业的集聚区，原材料采购和产品销售较为便捷。近年公司活性染料产能未发生变化，产量和销量增长主要系下游行业需求略有好转所致，但染料销售价格继续下跌，与行业走势基本一致。

表3 公司活性染料产销平衡情况（单位：吨、万元/吨）

项目	2024 年	2023 年
产能	45,000.00	45,000.00
生产数量	49,619.53	47,105.40
销售数量	50,645.15	46,873.05
产能利用率	110.27%	104.68%
产销率	102.07%	99.51%
平均销售单价	1.93	2.02

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

原材料是公司染料生产的主要成本，2024年直接材料占公司营业成本的比重为72.18%，同比保持稳定。主要原材料中，子公司泰兴锦汇化工有限公司（以下简称“锦汇化工”）生产的对位酯能够满足公司染料生产的大部分需求，2024年公司对位酯采购数量同比下降较多，一是本期生产消耗了上年部分库存，二是本期自产对位酯数量增长，其中部分增长原因系2024年下半年募投项目对位酯产线逐步开始试生产，同时产品结构调整也有一定影响。价格方面，2024年H酸采购均价上升，对位酯和K酸采购价格下降。考虑到原材料占公司营业成本的比重很大，且原材料价格易受国家环保政策以及市场供需变化等因素影响，仍需关注原材料价格波动对公司经营业绩的影响。

表4 公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元、万元/吨）

原材料名称	2024 年			2023 年		
	采购量	采购金额	平均采购均价	采购量	采购金额	平均采购均价
H 酸	6,238.61	21,541.66	3.45	5,291.12	16,592.64	3.14
对位酯	2,153.00	3,690.01	1.71	4,210.30	7,314.80	1.74
K 酸	1,470.42	3,372.23	2.29	1,482.14	3,595.56	2.43
合计	9,862.03	28,603.90		10,983.56	27,503.01	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司1.5万吨环保型高档分散染料项目产线达到预定可使用状态，但由于尚有环保工序待解决，目前还没有大规模量产。由于收益低于预期，2024年该项目新增计提减值192.23万元。本期债券募投项目主要产品为对位酯和H酸等染料中间体，其中对位酯产线在2024年已达到预定可使用状态，但是由于部分生产设备调试出现问题，2025年一季度开始重新调试整改，待对位酯产线试产成功后，公司将逐步对H酸等其他产品产线进行试生产，公司已经于2025年5月19日取得H酸产线试生产备案表，初步计划2025年下半年开始试生产。若上述项目后续投产，一方面公司原材料配套能力提升，产业链将

² 市场份额占比根据染料工业协会统计的全国染料产量以及活性染料产量计算得出。

向上游延伸，完善产业布局；另一方面，将有助于完善公司产品品类，增加收入来源。同时应当注意，需求不足仍是染料行业突出问题，市场价格竞争依然持续，公司新增产能仍存在消化风险，项目投产具体时间以及投产后收益能否达到预期仍存在不确定性。公司募投项目和分散染料项目投产进度均较预期有所延长，其中募投项目2024年先后2次公告延期投产，2024年12月15日公告称，由于募投项目产品线丰富、设备系统调试复杂，同时，地处西北宁夏的项目场地已进入严冬，气温较低，不利于带料联动试车，整体试生产进度较原先预计有所减缓，最新公告延期至2025年7月31日达到预定可使用状态。

（二）算力服务业务

公司自2023年开始布局算力服务业务，经营主体为子公司英智创新（深圳）科技有限公司（以下简称“英智创新”），前期规划分期建设AI创新赋能中心项目，合计10,000P算力，其中一期算力2,000P，后期陆续建设8,000P。截至2024年末，AI创新赋能中心项目（一期）已投资3.14亿元，已实现 1,744P 算力组网并签署算力租赁合同，后续会继续完成一期2,000P算力组网，2024年公司实现算力服务收入2,960.69万元。2024年11月，由于算力市场环境发生剧烈变化，经双方友好协商，公司终止了2024年年初与深圳市缔息云联科技有限公司签署的9.22亿元算力意向租赁合同。2024年公司与主要客户签署的算力租赁合同期限均较短，客户分散且稳定性一般；2025年公司拓展了长期算力租赁合同，合同期限为3年、5年不等，按月支付租金，客户较为集中，虽然月租金整体较2024年有所下降，但可保障未来算力服务收入。值得注意的是，算力租赁业务与公司传统主业染料业务不存在关联性，公司在算力服务领域的运营经验尚显不足，由于前期过度建设，算力租赁市场供给较为充足，2024年以来算力租赁市场价格大幅下降，目前公司算力租赁业务收益较前期预期存在较大差异，伴随算力供给端增加，若未来算力租赁价格继续下降，可能对现有租赁合同的履约造成影响，需持续对公司已签的算力租赁合同履行情况保持关注，此外算力租赁业务为新兴行业，存在技术升级迭代风险。

客户和供应商方面，2024年公司上下游供应商和客户变化不大，集中度较为稳定，前五大客户的销售金额占比较为均衡，公司客户结构较为稳定，且对单一客户的依赖性较小。

年份	供应商名称	采购金额	占比	客户名称	销售金额	占比
2024 年	供应商一	11,061.62	12.32%	客户一	9,361.06	9.28%
	供应商二	8,470.83	9.43%	客户二	5,560.09	5.51%
	供应商三*	8,014.16	8.92%	客户三	3,465.37	3.43%
	供应商四	5,711.37	6.36%	客户四	3,426.74	3.40%
	供应商五*	4,314.94	4.80%	客户五	2,818.46	2.79%
	合计	37,572.93	41.83%	合计	24,631.73	24.41%
2023 年	供应商一	11,529.84	12.62%	客户一	8,285.99	8.74%
	供应商二	8,236.84	9.02%	客户二	5,989.39	6.32%
	供应商三	7,430.36	8.13%	客户三	3,452.78	3.64%
	供应商四*	5,097.35	5.58%	客户四	2,943.46	3.11%

供应商五*	2,690.27	2.94%	客户五	2,319.63	2.45%
合计	34,984.66	38.29%	合计	22,991.25	24.26%

注：*为算力设备供应商，合计采购金额 1.23 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，2024年以来，公司未新增在建项目，主要是存量项目持续投入；扣除本期债券尚未使用的募集资金后，募投项目资金缺口仍较大，但项目后续投资将视主要产线投产情况陆续推进，整体投资节奏会放缓。

表6 截至 2024 年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
精细化工产品一期项目	124,787.28	87,919.76
AI 创新赋能中心项目（一期）	42,000.00	31,357.82
合计	166,787.28	119,277.58

资料来源：公司提供，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 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表。

2024 年以来，公司主要在建项目陆续完工转固，资产中固定资产占比高，其余主要为在建工程、应收账款及存货等资产，应收账款坏账计提比例较高，需关注其回收风险；公司营业收入增长仍主要系数量驱动，由于折旧摊销等期间费用增加，以及在建工程计提减值损失等原因，公司净利润同比大幅下降，公司主要完工项目未来投产时间仍存在不确定性，染料行业下游需求仍显不足，公司后续经营压力仍较大；公司新增债务主要为短期债务，流动性指标趋弱

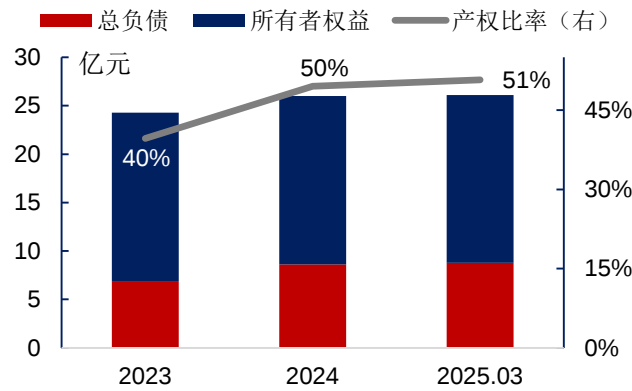
资本实力与资产质量

由于利润分配等原因，公司所有者权益略有下降，权益构成相对均衡；总负债伴随借款增加而增加，产权比率上升，权益对负债保障程度尚可。

随着业务的持续开展，公司资产规模保持增长。具体来看，随着资金持续用于项目建设，截至 2024 年末，公司货币资金、交易性金融资产和应收款项融资等现金类资产合计数减少；同时随着项目持续完工转固，公司在建工程减少，而固定资产大幅增加，固定资产为公司最主要的资产，在建工程中分散染料项目和零星工程因收益低于预期，新增计提减值准备合计 286.86 万元。公司应收账款规模占比稳定，应收对象较为分散，但少数中小客户仍存在账款回收风险，2024 年末应收账款坏账准备为 0.30 亿元，需关注应收账款回款风险；存货仍主要由原材料和库存商品构成，使用权资产系通过售后回租方式取得的算力服务设备。

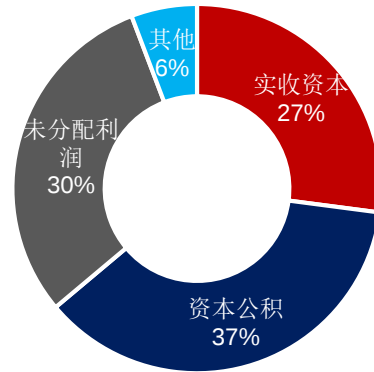
截至2024年末，公司使用受限的货币资金、固定资产和无形资产等账面价值合计0.94亿元，其中受限货币资金为0.55亿元，主要是票据保证金。

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

图 6 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

表7 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	2.36	9.04%	1.87	7.21%	1.71	7.03%
交易性金融资产	0.27	1.02%	0.57	2.19%	2.17	8.92%
应收账款	2.87	10.99%	2.53	9.75%	2.53	10.42%
应收款项融资	1.25	4.79%	1.74	6.67%	1.48	6.10%
存货	1.95	7.46%	1.76	6.79%	1.99	8.19%
流动资产合计	10.39	39.79%	9.94	38.24%	11.09	45.65%
固定资产	11.74	44.98%	11.98	46.08%	1.99	8.17%
在建工程	2.23	8.53%	2.27	8.72%	9.57	39.39%
使用权资产	0.65	2.51%	0.69	2.67%	0.00	0.00%
非流动资产合计	15.72	60.21%	16.06	61.76%	13.20	54.35%
资产总计	26.11	100.00%	26.00	100.00%	24.29	100.00%

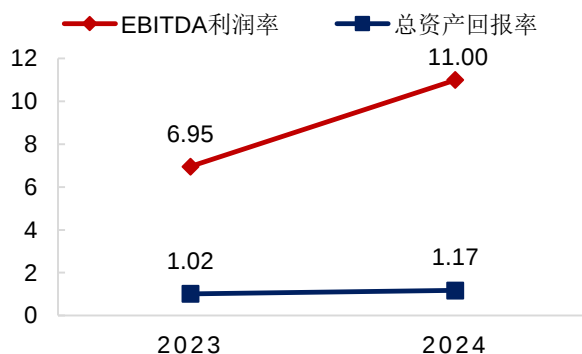
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2024年公司营业收入增长仍系产品销量增加驱动，销售毛利率提升主要系原材料成本下降所致；公司净利润同比大幅下降至565.23万元，主要系主要在建项目陆续完工转固，折旧摊销费用同比增加较多，以及新增借款利息费用增加叠加本期债券费用化利息支出增加所致，公司期间费用率由2023年的8.21%增至2024年的12.58%，期间费用高导致实际盈利能力较弱；此外，基于市场预期，公司对分散染料项目及零星工程新增计提减值损失。2024年公司EBITDA增长，主要系毛利润增加所致，EBITDA利润率、总资产回报率均有所好转，但由于主要完工转固项目尚未实现量产，公司总资产回报率偏低。盈利趋势方面，2025年1-3月公司营业收入为2.62亿元，同比增长21.53%，净利润为-714.11万元（上年同期为

692.81万元），亏损仍主要系折旧摊销及财务费用成本高等所致，若公司募投项目和分散染料项目投产，将有助于改善公司利润水平，但染料行业下游需求仍显不足，伴随算力供给端增加，预计短期内算力租赁市场价格存在继续下降的可能，公司后续经营压力仍较大。

图 7 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

公司总债务持续增长，借款资金主要用于建设AI创新赋能中心项目（一期），2025年3月末为6.29亿元，其中短期债务占比较高，需关注若未来融资接续不畅导致的短期流动性压力。截至2024年末，公司短期借款均为保证借款，主要由公司本部提供担保，租赁负债（一年内到期的非流动负债也是租赁负债）系通过售后回租方式融资取得算力服务设备产生，应付债券系本期债券，应付票据均为银行承兑汇票，应付账款包括应付工程设备款以及货款、运输费等。

表8 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	2.22	25.24%	2.07	24.03%	1.15	16.70%
应付票据	1.56	17.72%	1.24	14.37%	1.43	20.75%
应付账款	2.02	22.94%	2.19	25.38%	2.10	30.49%
一年内到期的非流动负债	0.32	3.60%	0.31	3.66%	0.00	0.00%
流动负债合计	6.51	74.09%	6.28	72.97%	5.09	73.80%
应付债券	1.86	21.11%	1.82	21.15%	1.71	24.78%
租赁负债	0.34	3.92%	0.42	4.91%	0.00	0.00%
非流动负债合计	2.28	25.91%	2.33	27.03%	1.81	26.20%
负债合计	8.79	100.00%	8.61	100.00%	6.89	100.00%
总债务	6.29	71.59%	5.87	68.13%	4.29	62.23%
其中：短期债务	4.09	65.03%	3.62	61.74%	2.58	60.18%
长期债务	2.20	34.97%	2.24	38.26%	1.71	39.82%

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

现金流方面，2024年公司营业收入增长且毛利率提升，公司EBITDA同比有所增加，EBITDA对利息的保障程度提升，现金生成能力改善，经营活动现金转为净流入，但净流入规模较小；由于主要在建项目持续新增投入，公司投资活动现金保持净流出，但投资流出规模有所下降，筹资活动现金保持净流入。由于债务规模增加以及对应利息支出增加，公司净债务转正，资产负债率提升。

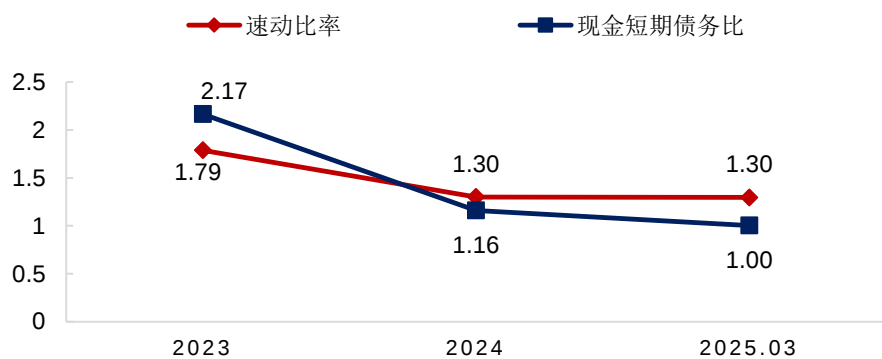
表9 公司偿债能力指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.17	0.10	-0.63
FFO（亿元）	--	0.43	-0.03
资产负债率	33.67%	33.12%	28.38%
净债务/EBITDA	--	1.75	-1.58
EBITDA 利息保障倍数	--	4.59	2.23
总债务/总资本	26.65%	25.22%	19.78%
FFO/净债务	--	22.30%	2.99%
经营活动现金流净额/净债务	7.72%	4.96%	60.42%
自由现金流/净债务	-0.18%	-118.30%	386.26%

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

从流动性来看，公司现金类资产由于项目建设以及日常运营等减少，同时新增较多短期债务，导致现金短期债务比和速动比率下降，公司流动性指标趋弱。公司授信额度规模较小，截至2024年末尚未使用授信额度为2.16亿元，但作为A股上市公司，融资渠道相对畅通，具有一定的融资弹性。

图 8 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

中证鹏元认为，监管及行政处罚事项反映了公司在内部治理以及安全管理等方面有待加强

2024年3月，由于公司2019年、2020年、2021年年度及2020年、2021年半年度募集资金存放与使用

情况的专项报告中关于募集资金专户签订三方监管协议的相关表述不准确，深圳证券交易所对公司出具监管函，同时江苏证监局对公司以及公司董事会秘书肖卫兵、财务总监肖建采取出具警示函的监管措施，并记入证券期货市场诚信档案。子公司锦汇化工因不当使用未经检验的工业管道，违反《特种设备安全法》，2024年6月12日收到泰兴市市场监督管理局出具的行政处罚决定书（泰市监处罚[2024]00210 号），罚款12.00万元。

2024年公司非独立董事屈亚平因个人工作安排辞职。2025年5月23日，公司发布公告称，完成了董事会换届选举，原董事徐天娥届满离任，并新聘任董事吴杰。

公司主营业务为染料的研究、生产和销售，染料产品生产过程中会产生废水、废气、废渣，对环境会造成一定污染。随着国家环保政策的趋严，公司需持续保持一定的环保投入。此外，染料行业上游部分原料为易燃、易爆、腐蚀性或有毒物质，且产品生产过程中涉及高温、高压等工艺，对操作要求较高，如设备及工艺不完善、物品保管及操作不当则可能造成安全事故，整体来看，公司业务面临较大的环保及安全生产风险。

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26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（2025年5月27日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

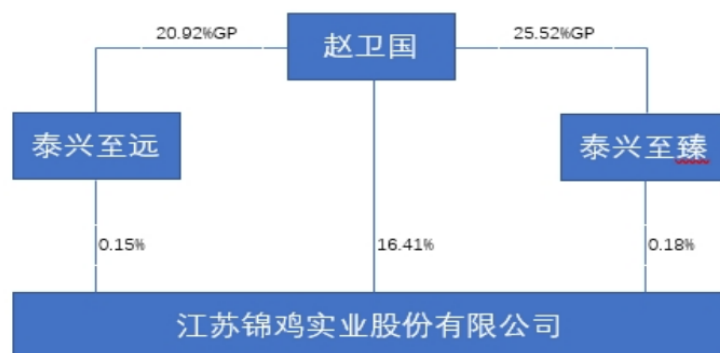
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	2.36	1.87	1.71	1.85
应收账款	2.87	2.53	2.53	2.07
应收款项融资	1.25	1.74	1.48	0.91
存货	1.95	1.76	1.99	2.17
流动资产合计	10.39	9.94	11.09	13.06
固定资产	11.74	11.98	1.99	1.98
在建工程	2.23	2.27	9.57	6.20
非流动资产合计	15.72	16.06	13.20	9.08
资产总计	26.11	26.00	24.29	22.14
短期借款	2.22	2.07	1.15	0.00
应付票据	1.56	1.24	1.43	1.90
应付账款	2.02	2.19	2.10	1.06
一年内到期的非流动负债	0.32	0.31	0.00	0.00
流动负债合计	6.51	6.28	5.09	3.38
应付债券	1.86	1.82	1.71	4.93
非流动负债合计	2.28	2.33	1.81	5.05
负债合计	8.79	8.61	6.89	8.43
总债务	6.29	5.87	4.29	6.83
其中：短期债务	4.09	3.62	2.58	1.90
长期债务	2.20	2.24	1.71	4.93
所有者权益	17.32	17.39	17.39	13.71
营业收入	2.62	10.09	9.48	9.00
营业利润	-0.06	0.17	0.36	0.12
净利润	-0.07	0.06	0.16	0.08
经营活动产生的现金流量净额	0.17	0.10	-0.63	-0.10
投资活动产生的现金流量净额	0.13	-0.57	-0.43	-0.65
筹资活动产生的现金流量净额	0.13	0.43	1.05	-0.15
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	1.11	0.66	0.34
FFO（亿元）	--	0.43	-0.03	-0.17
净债务（亿元）	2.27	1.94	-1.04	-1.03
销售毛利率	11.62%	15.30%	13.12%	10.11%
EBITDA 利润率	--	11.00%	6.95%	3.74%
总资产回报率	--	1.17%	1.02%	0.45%
资产负债率	33.67%	33.12%	28.38%	38.08%
净债务/EBITDA	--	1.75	-1.58	-3.04
EBITDA 利息保障倍数	--	4.59	2.23	1.66

总债务/总资本	26.65%	25.22%	19.78%	33.25%
FFO/净债务	--	22.30%	2.99%	16.76%
经营活动现金流净额/净债务	7.72%	4.96%	60.42%	10.19%
速动比率	1.30	1.30	1.79	3.22
现金短期债务比	1.00	1.16	2.17	4.27

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，中证鹏元整理

附录三 2024 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
泰兴锦云染料有限公司	100%	活性染料的研究、生产和销售
泰兴锦汇化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产；分散染料的研究、生产和销售
宁夏锦兴化工有限公司	100%	染料中间体的研究和生产
英智创新（深圳）有限公司	100%	算力供应、算力调度、场景化应用

资料来源：公司 2024 年审计报告，中证鹏元整理

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+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