

上海市翔丰华科技股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【605】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，但不为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。

上海市翔丰华科技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	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
翔丰转债	AA-	AA-

评级观点

本次等级的评定是考虑到：上海市翔丰华科技股份有限公司¹（以下简称“翔丰华”或“公司”，股票代码：300890.SZ）主营产品为石墨负极材料，未来下游锂电池行业仍有较大增长空间；公司进入了比亚迪、LG 新能源等优质客户的供应链，客户资质较好。同时中证鹏元也注意到，2024 年负极材料行业供需关系调整，产品价格下行，公司业绩表现持续下滑，需关注公司坏账风险和存货跌价风险；公司尚有较大规模的在建产能项目，面临较大的资本开支压力以及新建产能无法充分消化风险；公司产品结构单一，对核心客户依赖度较大，议价能力不强，对营运资金需求仍较大，净营业周期继续上升。此外，公司短期债务占比较高，仍面临一定的偿债压力。

评级日期

2025 年 6 月 26 日

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	46.08	44.36	46.93	44.00
归母所有者权益	21.62	21.70	19.09	16.39
总债务	18.42	16.00	21.23	21.59
营业收入	3.06	13.88	16.86	23.57
净利润	-0.08	0.49	0.81	1.53
经营活动现金流净额	-1.03	0.25	2.88	-2.25
净债务/EBITDA	--	3.37	3.16	3.26
EBITDA 利息保障倍数	--	4.85	5.45	11.49
总债务/总资本	44.98%	41.43%	52.09%	56.50%
FFO/净债务	--	19.23%	21.89%	24.43%
EBITDA 利润率	--	22.78%	15.53%	11.68%
总资产回报率	--	2.39%	3.16%	6.08%
速动比率	1.16	1.17	1.16	0.84
现金短期债务比	0.70	0.80	1.16	0.67
销售毛利率	14.93%	22.60%	22.12%	19.78%
资产负债率	51.09%	49.01%	58.40%	62.23%

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

联系方式

项目负责人：范俊根
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：季涛
jit@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

¹ 公司原名“深圳市翔丰华科技股份有限公司”，2024 年 4 月变更为现名。

正面

- **公司下游锂电池行业长期仍有增长空间，为公司业务发展提供支撑。**受动力、储能等领域应用市场需求驱动，长期来看，锂电池市场仍有增长空间，公司主营产品为石墨负极材料，2024年销量仍保持双位数增长。
- **公司客户资质较好。**公司进入了比亚迪（002594.SZ）、LG 新能源、国轩高科（002074.SZ）等知名锂电池厂商的供应链体系，形成了比较稳定的合作关系，2024年公司对前三大客户 LG 新能源、比亚迪、国轩高科的销售额占营业收入的比重仍在 90%以上，客户资质较好，应收账款账龄集中在一年以内。

关注

- **负极材料行业供需关系调整，公司业绩表现持续下滑，需关注公司坏账风险和存货跌价风险。**2024年以来负极材料行业产能仍处于增长阶段，供求环境阶段性失衡，行业内企业竞争加剧，石墨负极材料价格持续下行，公司当期业绩表现继续下滑，其中 2025 年 Q1 公司净利润转负，且应收账款周转率亦有所下降，存在一定的坏账风险，2024 年计提信用减值损失 0.19 亿元和存货跌价损失 0.54 亿元，需关注公司的坏账风险和存货跌价风险。
- **公司主要在建及拟建项目投资规模较大，本期债券募投项目预计完工时间有所延长，面临较大的资本开支压力以及新建产能无法充分消化风险。**截至 2024 年末，公司主要在建及拟建项目计划总投资规模较大，其中本期债券募投项目受供地进度不及预期影响，预计完工时间有所延长，新增产能存在无法充分消化的风险，此外，随着项目建设持续投入，预计后续仍有较大的资本开支规模。
- **公司产品结构单一，对核心客户依赖度较大，议价能力较弱，营运资金需求仍较大，2024 年净营业周期继续上升。**公司产品基本为石墨负极材料，核心客户为知名锂电厂商，若未来主要客户需求减弱或未能足额获取核心客户订单，将对公司经营业绩及财务表现造成较大不利影响；同时，公司对客户的议价能力较弱，给予的信用政策较为宽松，对营运资金需求较大，2024 年公司净营业周期上升至 254.87 天。
- **公司短期债务占比较高，仍面临较大的偿债压力。**截至 2025 年 3 月末，公司短期债务占总债务比重达 47.04%，且当期期末现金类资产有所减少，现金短期债务比有所下滑，仍面临较大的偿债压力。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为新能源汽车行业仍有较大的发展空间，公司与下游客户合作关系较为稳定，未来业务具有一定可持续性。

同业比较（单位：亿元）

指标	贝特瑞	璞泰来	中科电气	尚太科技	翔丰华
总资产	333.47	421.04	113.34	92.65	44.36
营业收入	142.37	134.48	55.81	52.29	13.88
归母净利润	9.30	11.91	3.03	8.38	0.50
经营性净现金流	12.53	23.72	-1.26	-2.84	0.25
资产负债率	56.83%	53.59%	53.06%	32.38%	49.01%
销售毛利率	23.02%	27.50%	20.87%	25.72%	22.60%
净营业周期	16.86	350.91	190.09	228.12	254.87

注：以上各指标均为 2024 年/年末数据。

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	评分等级	评分要素	评分等级
宏观环境	4/5	初步财务状况	6/9
业务状况	行业&经营风险状况	财务状况	杠杆状况
	行业风险状况		盈利状况
	经营状况		流动性状况
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		1
个体信用状况			aa-
外部特殊支持			0
主体信用等级			AA-

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
翔丰转债	8.00	5.7349	2024-6-27	2029-10-10

注：债券余额时间截至 2025 年 6 月 23 日。

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地项目、研发中心建设项目和补充流动资金。根据公司2025年6月13日公开披露的《关于公司调整部分募集资金投资项目计划进度及实施地点变更的公告》，受募集资金投资项目所在地政府供应建设所需地块进度不及预期，地块未能满足合同约定的可使用状态等客观因素的影响，公司决定将6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地项目达到预定可使用状态的时间由2025年12月调整至2026年12月；受募集资金投资项目建设所需楼宇未能满足合同约定的可使用状态等客观因素的影响，公司决定将研发中心建设项目达到预定可使用状态的时间由2025年7月调整至2026年7月，并将实施地点由上海市宝山区北郊未来产业园变更至上海碳峰科创产业园。

根据公司公开披露的《2024年度募集资金年度存放与使用情况的鉴证报告》，截至2024年12月31日，本期债券募集资金余额为人民币10,446.22万元（不含理财产品余额），公司使用募集资金进行现金管理尚未到期的余额为人民币13,000.00万元。

根据有关规定和公司约定，本期债券转股期限自2024年4月16日至2029年10月9日，初始转股价格为33.63元/股，因年度权益分派等原因，“翔丰转债”的转股价格已经过多次调整。截至2025年6月16日，翔丰华收盘价为28.41元/股，“翔丰转债”最新转股价为27.44元/股，转股溢价率为21.47%。

二、 发行主体概况

2024年4月，根据公司公开披露的《关于完成工商变更登记的公告》，公司将名称变更为上海市翔丰华科技股份有限公司，并将注册地址由深圳变更至上海。2024年以来公司控股股东及实际控制人未发生变化。受实行限制性股票激励计划以及可转债转股影响，截至2025年3月末，公司总股本增至1.19亿股，周鹏伟直接持有公司11.29%股份，是公司控股股东、实际控制人。截至2025年3月末，公司控股股东及实际控制人所持股份不存在质押、冻结等情形。

根据公司相关公告显示，董事会同意提名第四届董事会非独立董事候选人如下：周鹏伟、赵东辉、叶文国、吴芳、丁岚；同意提名第四届董事会独立董事候选人如下：陈秧秧、黄明、翟登云，并一致同意选举潘克辉为公司职工代表董事。公司董事会成员共9名，其中变更4名。

跟踪期内，公司仍主要从事锂电池负极材料的研发、生产和销售，产品主要为石墨负极材料。2024年公司新设一家全资孙公司香港翔丰华科技有限公司，尚未开展业务。

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

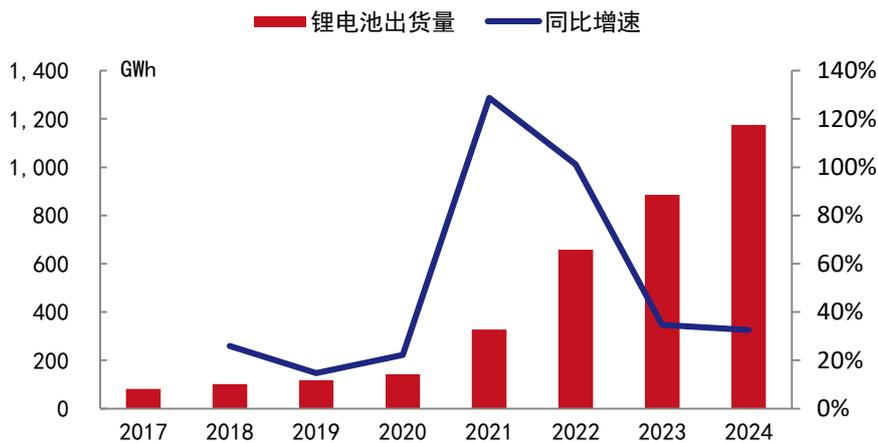
2024年锂离子电池出货量保持增长但增速有所放缓，负极材料行业产能集中释放，行业竞争加剧，产品价格下行，对负极材料企业盈利能力造成较大压力，但在动力、储能等领域应用市场需求驱动下，锂电池市场中长期仍有较好增长空间

负极材料一般分为碳系负极和非碳系负极，其中碳系负极可分为石墨、硬炭、软炭负极等，石墨又可进一步分为人造石墨、天然石墨、中间相碳微球；非碳系负极包括钛酸锂、锡类合金负极、硅类合金负极等。根据EV Tank数据，2024年全球负极材料出货量达到220.6万吨，同比增长21.3%；其中中国负极出货量达到211.5万吨，全球占比提升至95.9%。从中国负极材料出货结构来看，人造石墨负极材料出货量占比达到84.4%，相比2023年的82.5%再次提升。人造石墨价格快速下滑使得性价比大幅提升，国内锂电池厂家加大人造石墨采购需求。虽然目前各大负极材料厂商均在布局硅碳负极、硬碳负极等新型负极材料，但考虑到技术难度和产业化应用等方面的限制，预计中短期内石墨负极材料仍然是主流。

负极材料下游主要为锂电池电芯生产企业，锂电池具体分为动力型锂电池、储能型锂电池、消费型锂电池。根据高工产研锂电研究所（GGII）数据，2024年中国锂电池出货量为1,175GWh，同比增长32.6%。从应用场景来看，2024年动力锂电池产量为780GWh同比增长23%，根据中汽协数据，国内2024

年新能源车销量为1,286.6万辆，同比增长35.5%，随着智能驾驶及电池技术不断发展成熟，新能源汽车市场仍具有较好成长空间；储能型锂电池产量335GWh，同比增长64%，增速较2023年有所提升，储能作为解决能源消纳的重要途径，预计仍将保持长期向好的发展趋势；消费锂电池产量为55GWh，同比增长14%，伴随技术对消费产品赋能（如AI）使3C消费市场新一轮的更新换代潮到来，以及电动两轮车锂电化长期趋势拉动，预计消费类锂电池市场将持续稳步发展。。

图 1 2024 年国内锂离子电池出货量保持增长但增速持续下滑

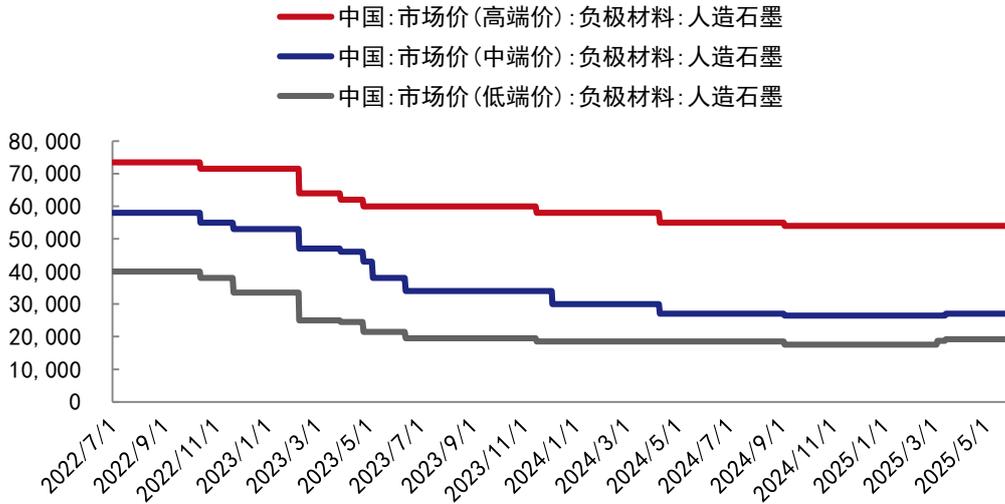


资料来源：高工锂电，中证鹏元整理

从市场竞争格局来看，中国负极材料供应仍占全球主流，2024年中国负极材料出货量占全球比重超过90%；2024年锂电池负极材料行业集中度仍较高，我国负极材料行业前四大企业分别为贝特瑞、杉杉股份、中科星城和尚太科技，市场份额（按出货量）占比分别为22.9%、19.0%、11.3%和10.9%。

近年负极材料扩产项目产能逐步释放，行业供需关系发生变化，市场竞争加剧，人造石墨负极材料价格持续下行。

图 2 2024 年我国人造石墨负极材料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

原材料方面，2024年针状焦价格呈下行态势，石油焦价格有所震荡，初级石墨²价格整体下行。人造石墨的原材料主要是石油焦和针状焦，人造石墨是通过将石油焦、针状焦、沥青焦等在一定温度下煅烧，再经粉碎、分级、高温石墨化制成；天然石墨的原材料主要为初级石墨。伴随负极材料供需错配，叠加产业链降本压力传导，上游焦类原材料价格不断下调；2024年下半年原油价格上涨，推高炼油成本，间接传导至石油焦价格有所反弹。初级石墨方面，2024年国内球化石墨和鳞片状天然石墨整体处于低位盘整状态。

图 3 针状焦价格变动趋势

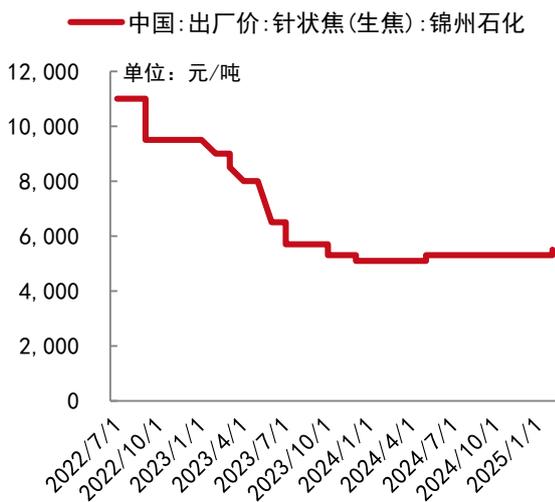


图 4 石油焦价格变动趋势

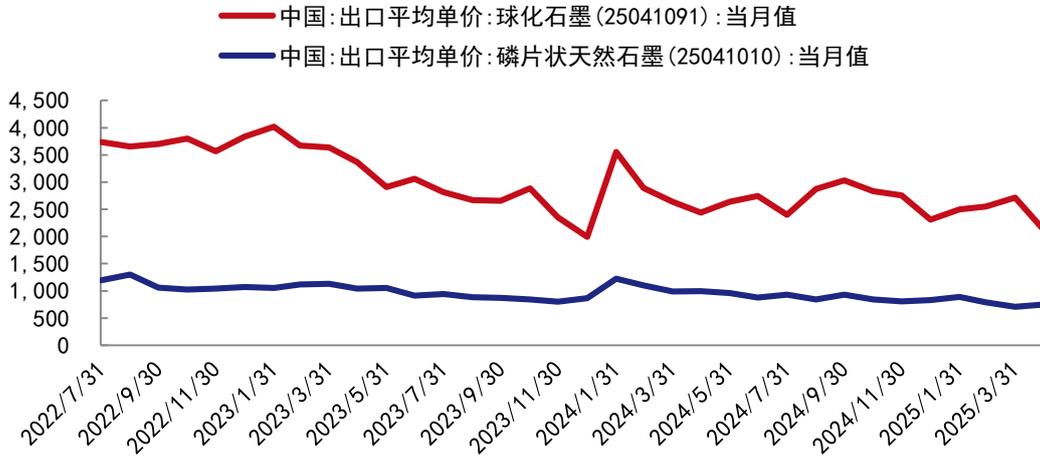


² 指天然石墨球、天然鳞片球化石墨、球形石墨等。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 近年球化石墨和鳞片状天然石墨出口价格情况（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

石墨化是人造石墨生产制备的关键环节，一定程度上决定了人造石墨产品品质和质量稳定性，同时又是高能耗环节。石墨化本质是使用高温热处理（HTT）对原子重排及结构转变提供能量的过程，需要消耗大量能量，降低石墨化电耗是降本关键，因此国内石墨化产能多分布于低电价地区。出于降本和保障供应链的因素，近年来负极厂商纷纷通过自建、收购或参股石墨化加工厂的方式完善负极材料产业链条，通过一体化布局提升产品的综合竞争力。随着新建石墨化产能陆续释放，负极头部企业石墨化自供率逐步提升，石墨化加工价格持续下跌。

四、 经营与竞争

公司仍主要从事锂电池负极材料研发、生产和销售，主营产品可分为天然石墨和人造石墨两大类，产品应用于动力、3C消费电子和工业储能等锂电池领域。2024年负极材料行业产能仍处于增长阶段，供求环境阶段性失衡，行业竞争加剧，产品价格下行，公司营业收入同比下滑17.67%；同时，受石墨化自供率提升降低加工成本、主要原材料价格下降及公司主动调整客户结构，减少盈利贡献低的客户销售占比等因素影响，石墨负极材料毛利率同比小幅提升0.31个百分点。2025年1-3月，受行业需求偏弱及价格竞争激烈等因素影响，公司营业收入继续同比下滑8.08%，且由于原材料价格回升以及受春节因素出货量减少导致摊余成本上升等因素影响，石墨负极材料毛利率下降至14.95%。

表1 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
石墨负极材料	3.05	99.54%	14.95%	13.82	99.55%	22.59%	16.75	99.35%	22.28%

其他	0.01	0.46%	11.71%	0.06	0.45%	23.44%	0.11	0.65%	-1.96%
合计	3.06	100.00%	14.93%	13.88	100.00%	22.60%	16.86	100.00%	22.12%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司新增产能继续释放，产量和销量较上年有所回升，产能利用率小幅提升，但由于行业竞争持续加剧，石墨负极材料销售均价继续下降；公司新建产能规模较大，考虑到行业产能集中释放对供需关系的影响，未来面临一定的产能消化风险；此外，公司主要在建及拟建项目投资规模较大，未来面临较大的资本开支压力

公司的生产主体仍系子公司福建翔丰华新能源材料有限公司（以下简称“福建翔丰华”）和四川翔丰华新能源材料有限公司（以下简称“四川翔丰华”），其中四川翔丰华生产项目正在建设中。

2024年随着福建翔丰华石墨化IPO募投项目完工产能逐步投产，公司实际产能提升至9.00万吨。2024年随着新建产能的逐步投产释放以及受客户产品结构调整³等因素影响，石墨负极材料产量和销量较上年有所回升，产能利用率小幅提升，但由于行业供需阶段性错配使得行业竞争持续加剧，2024年石墨负极材料销售均价较上年继续下降；2025年1-3月，公司石墨负极材料产能利用率有所增长，但销售均价仍呈下降态势。

表2 公司主营产品产销情况（单位：吨）

类别	项目	2025年1-3月	2024年	2023年
石墨负极材料	产能	25,000	90,036	80,164
	产量	23,352	75,113	66,289
	销量	16,419	68,851	61,957
	产能利用率	93.40%	83.43%	82.69%
	产销率	70.31%	91.66%	93.47%
	销售均价（万元/吨）	1.86	2.01	2.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司主要在建及拟建项目预计总投资金额为51.01亿元，累计已投资金额10.58亿元，尚需投资金额为40.43亿元。2022年11月公司及子公司与上海宝山高新技术产业园区管理委员会签署《项目投资协议书》，计划投资21.01亿元建设上海碳峰科创园，其中南区项目包括上海总部大楼、产业孵化大楼、研发检测大楼及服务配套，北区项目包括新能源及储能碳材料、碳碳复合材料、高性能导热碳材料、碳纳米材料、石墨烯及其他新型碳材料五个产业基地及服务配套，截至2024年末该项目已开工建设，预计2026年7月完工投入运营，其中计划用于出售的面积不超过40%，剩余计划用于出租和部分自用，目前已有意向客户签约。此外，2022年8月公司追加投资8万吨石墨负极材料二期项目，计划总投资额约为18亿元，资金来源主要为自有资金及自筹资金，截至2024年末该项目还处于政府征地阶段，尚未动工。整体来看，公司主要在建及拟建项目计划总投资规模较大，扣除募集资金之外，需使用自有资金及自筹

³ 随着公司石墨化工序产线逐步完工达产，2024年公司人造石墨销售占比有所提升。

资金的规模较大；公司后续资本开支规模较大，面临较大的资金压力。

表3 截至 2024 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	募集资金承诺总投资	已投入募集资金	累计已投资	资金来源情况
6万吨人造石墨负极材料一体化生产基地建设项目	120,000.00	51,572.85	29,448.86	76,871.47	本期债券募集资金+自筹
上海碳峰科创园	210,100.00	-	-	28,968.75	自有资金及自筹资金
翔丰华8万吨人造石墨负极材料一体化项目	180,000.00	-	-	-	自有资金及自筹资金
合计	510,100.00	51,572.85	29,448.86	105,840.22	-

资料来源：公司提供及公司公告，中证鹏元整理

随着在建及拟建项目投产，公司石墨负极材料总产能将大幅提升。仍需要关注的是，近年锂电池负极材料企业纷纷大幅扩张产能，而负极材料生产基地建设周期大约在2-3年，随着负极材料生产厂家进入产能释放期，负极材料行业的供给仍将大幅增长，考虑到负极材料行业处于供需错配阶段，公司新增产能将面临一定的消化风险。

公司与LG新能源、比亚迪、国轩高科等知名锂电池厂商建立了较为稳定的合作关系，产品销售价格持续承压，公司主要客户销售占比出现变化，仍需关注主要客户依赖度较大等风险

公司产品客户仍主要包括比亚迪、LG新能源、国轩高科等公司，对主要客户依赖度较大。2024年，公司前五大客户销售额占营业收入的比重为97.49%，其中LG新能源仍为公司第一大客户。2025年1-3月公司大客户销售结构有所变动，国轩高科上升为公司第一大客户，公司对其销售占比超过50%。2024年及2025年1-3月公司对比亚迪销售占比分别为8.62%、4.29%，对比亚迪销售额占营业收入的比重持续降低，公司大客户销售占比变化主要系公司调整客户结构所致。整体而言，公司下游客户资质较好，但需要关注的是，公司产品结构相对单一，且对主要客户依赖度仍较大，若未来核心客户需求下降或未能获取到主要客户订单，将对公司经营业绩及财务表现造成较大不利影响。

表4 公司向前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占比
2025年1-3月	国轩高科	17,789.09	58.13%
	客户二	9,936.34	32.47%
	客户三	1,311.65	4.29%
	客户四	406.27	1.33%
	客户五	228.80	0.75%
	合计	29,672.15	96.96%
2024年	LG新能源	61,072.21	43.99%
	客户二	54,784.21	39.46%
	客户三	11,971.33	8.62%
	客户四	4,287.73	3.09%

2023 年	客户五	3,231.53	2.33%
	合计	135,347.01	97.49%
	LG 新能源	86,344.48	51.21%
	客户二	42,877.10	25.43%
	客户三	26,721.13	15.85%
	客户四	4,868.54	2.89%
	客户五	3,154.80	1.87%
	合计	163,966.04	97.24%

资料来源：公开资料及公司提供，中证鹏元整理

原材料成本占公司营业成本的比重仍较高，2024年主要原材料价格有所下滑，一定程度上减轻了公司成本压力，但未来需关注原材料价格波动对盈利的影响；此外，公司营运资金需求较大，2024年公司净营业周期仍呈上升态势

公司天然石墨产品生产所需的原材料主要是初级石墨，人造石墨产品生产所需的原材料主要为石油焦、针状焦等焦类原料，所需能源动力主要为电力。2024年及2025年1-3月随着公司石墨化产能和石墨化自给率的提升，加工费（主要系石墨化加工费）占主营业务成本的比重大幅下降，同时制造费用占主营业务成本有所上升。石墨化自给率的提升有利于缓释石墨化委外加工费上涨给公司造成的成本压力。

表5 公司主营业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2025 年 1-3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	16,117.87	61.91%	74,134.61	69.30%	81,563.71	62.64%
加工费	1,305.27	5.01%	7,720.32	7.22%	21,202.22	16.28%
直接人工	1,251.47	4.81%	3,819.42	3.57%	4,548.85	3.49%
制造费用	6,914.13	26.56%	19,343.97	18.08%	22,888.28	17.58%
销售相关的运输费及出口费用	444.38	1.71%	1,959.61	1.83%	0.00	0.00%
合计	26,033.12	100.00%	106,977.93	100.00%	130,203.06	100.00%

注：2023年销售相关的运输费及出口费用为零主要系该部分费用于2024年之前在销售费用中核算，2024年起调整至主营业务成本中核算。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年，随着相关原材料价格整体下行，公司对初级石墨、焦类原料的采购金额均有所下降，其中初级石墨采购金额同比下降62.36%，主要是2023年公司备货较为充足使得基数较高以及2024年初级石墨原料价格仍有所下滑所致。随着公司石墨化产能释放及石墨自给率提升，2024年公司石墨化采购金额同比下降36.38%。

表6 公司主要采购情况（单位：万元）

原材料或能源	项目	2024 年	2023 年
初级石墨	采购金额	18,255.98	48,501.14
	对采购总额占比	18.85%	48.42%

焦类原料	采购金额	15,944.23	17,231.02
	对采购总额占比	16.46%	17.20%
石墨化	采购金额	7,602.53	11,949.18
	对采购总额占比	7.85%	11.93%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要采取“以产定采”的采购模式，经过多年合作，公司形成了较为稳定的原材料供应商和石墨化合作单位。2023-2024年公司向前五大供应商采购金额占比分别为48.11%和52.37%，其中2024年公司向第一大供应商采购金额占比为15.13%。

结算方式上，公司与供应商大多采取银行承兑汇票结算。需要关注的是，公司主要客户为国内大型锂电池厂商，议价能力较强，通常有30-120天信用期，且主要采用银行承兑汇票方式付款。而公司上游供应商为石化厂商和石墨化厂商，公司的占款能力一般。2024年公司净营业周期为254.87天，较2023年的210.56天继续上升。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公开披露的经众华会计师事务所（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。

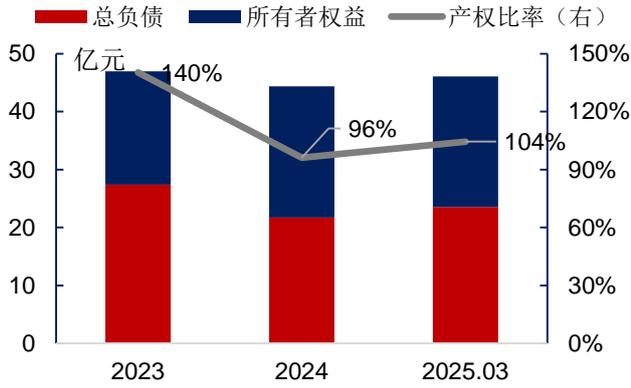
跟踪期内公司总资产规模小幅下降，经营性项目建设持续投入，公司资产以厂房和生产设备、应收款项、存货和现金类资产等为主，产品价格下行压力下，需关注公司信用减值损失及存货减值风险；受负极材料市场供需错配压力影响，2024年公司业绩表现继续下滑，锂电池产业链竞争加剧背景下，需持续关注公司降本增效成果；公司短期债务占比较高，仍面临较大的偿债压力

资本实力与资产质量

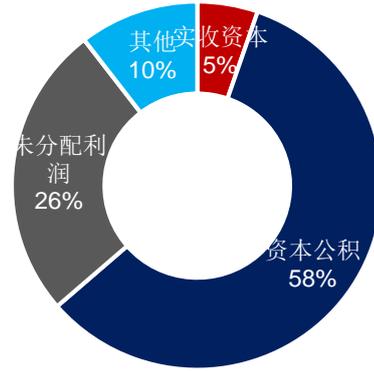
由于公司限制性股票激励计划第三期解锁以及可转债转股增加资本溢价，2024年末公司所有者权益规模增至22.62亿元，较2023年末增长15.86%；同时随着应付票据的到期兑付，2025年3月末公司总负债较2023年末减少14.09%，使得公司产权比率有所下降。截至2025年3月末，公司产权比率为104%，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

图 6 公司资本结构

图 7 2025 年 3 月末公司所有者权益构成



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



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

2025年3月末公司资产规模较2023年末小幅下降，资产构成仍主要系固定资产、应收款项、存货和现金类资产。公司在建工程规模持续增长，主要是对四川生产基地以及上海碳峰科创园的投入建设；同时随着公司产能投放增加，新建厂房和生产线完工转固，公司固定资产规模呈增长态势，但石墨负极材料价格持续下行，存在一定的产能消化风险。公司应收款项中应收票据均为银行承兑汇票，其中2025年3月末1.15亿元票据已质押；跟踪期内应收账款规模有所增长，账龄集中在一年以内，但下游客户回款周期延长且存在一定的坏账风险，2024年计提信用减值损失0.19亿元。2024年公司计提存货跌价损失0.54亿元，较上年增加0.38亿元，考虑到锂电池和负极材料行业供需关系调整，2024年产品价格继续下行，需持续关注公司存货减值风险。截至2025年3月末，公司使用受限的资产合计为5.41亿元，占期末总资产比例为11.74%。

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	3.08	6.68%	2.78	6.26%	5.96	12.71%
交易性金融资产	1.60	3.48%	1.32	2.97%	4.17	8.88%
应收票据	1.37	2.97%	1.59	3.58%	3.25	6.93%
应收账款	7.76	16.83%	6.96	15.68%	4.94	10.53%
存货	8.11	17.61%	7.72	17.41%	7.64	16.27%
流动资产合计	23.00	49.90%	21.56	48.60%	27.29	58.14%
固定资产	14.37	31.19%	14.67	33.06%	13.16	28.04%
在建工程	4.25	9.22%	3.61	8.15%	1.88	4.00%
无形资产	2.66	5.78%	2.68	6.04%	2.72	5.79%
非流动资产合计	23.09	50.10%	22.80	51.40%	19.65	41.86%
资产总计	46.08	100.00%	44.36	100.00%	46.93	100.00%

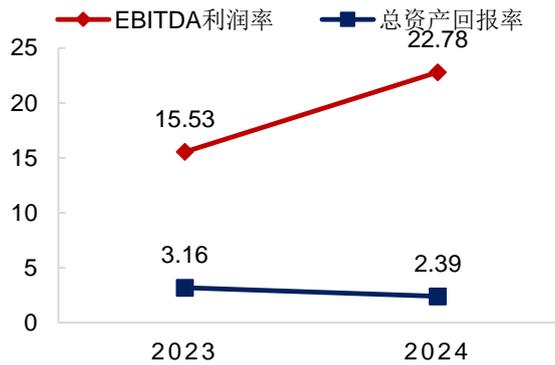
资料来源：公司 2023-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司主营产品为石墨负极材料，2024年负极材料产能仍处于增长阶段，供求环境阶段性错配，行业企业竞争加剧，产品价格持续下行，2024年营业收入同比下滑17.67%，同时，受石墨化自供率提升降低加工成本、主要原材料价格下降及公司主动调整客户结构，减少盈利贡献低的客户销售占比等因素影响，石墨负极材料毛利率小幅提升0.31个百分点，此外，公司折旧费用以及其他经营性收入同比有所提高，而销售费用及管理费用同比有所减少，综合影响下，带动2024年公司EBITDA有所增加，公司EBITDA利润率有所上升。2024年受行业供需失衡导致产品价格持续承压影响，公司利润总额大幅下降，使得同期公司总资产回报率有所下降。2025年一季度，公司营业收入同比继续下滑，由于原材料价格回升以及受春节因素出货量减少导致摊余成本上升等因素影响，2025年Q1业务毛利率同比下滑较快，且研发费用同比大增85.83%，业绩由盈转亏，2025年一季度净利润亏损821.10万元。

公司产品结构单一，且下游客户集中度较高，而锂电池负极材料行业近年扩产规模较大，随着产能持续释放行业仍处于阶段性供需性错配格局，对公司盈利仍有所影响。

图 8 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

截至2025年3月末，公司总债务规模为18.42亿元，较2023年末下降13.20%，主要为银行借款、本期债券和应付票据。2025年3月末公司银行借款规模较2023年末有所增长，大多以福建翔丰华或公司本部提供保证担保，也存在应收账款质押或者固定资产、土地资产抵押的情形；公司应付债券系本期债券，本期债券转股期限自2024年4月16日至2029年10月9日止，本金于到期日偿还，若本期债券在债券转股期内成功转股，则转股部分无需还本付息，将在一定程度上减少公司偿付压力，但需关注股价下跌等因素致使债券持有人未进行转股的可能；随着应付票据的到期兑付，2025年3月末账面余额较2023年末大幅下降，均为向供应商开立的银行承兑汇票。从债务期限结构来看，公司短期债务规模虽有所下降但占比仍较大，结合公司账面货币资金以及盈利规模来看，公司仍面临较大的偿债压力。

公司经营性负债主要系应付账款，应付账款主要系应付供应商的材料款，账期集中在一年以内，

2025年3月末应付账款账面余额较2023年末小幅下降。

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	5.02	21.34%	3.31	15.25%	4.78	17.43%
应付票据	2.34	9.93%	2.34	10.76%	5.53	20.17%
应付账款	4.02	17.06%	4.58	21.06%	4.78	17.43%
一年内到期的非流动负债	1.30	5.54%	1.42	6.51%	1.25	4.56%
流动负债合计	12.83	54.47%	11.85	54.51%	16.95	61.86%
长期借款	4.75	20.18%	3.99	18.33%	3.11	11.35%
应付债券	4.69	19.90%	4.61	21.22%	6.07	22.13%
非流动负债合计	10.72	45.53%	9.89	45.49%	10.45	38.14%
负债合计	23.55	100.00%	21.74	100.00%	27.41	100.00%
总债务	18.42	78.25%	16.00	73.59%	21.23	77.45%
其中：短期债务	8.67	47.04%	7.07	44.18%	11.56	54.44%
长期债务	9.76	52.96%	8.93	55.82%	9.67	45.56%

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

随着行业价格竞争持续加剧、下游客户回款周期延长，2024年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比大幅下降；同时，由于原材料价格有所下降以及前期高价库存积压消耗，采购规模大幅收缩，2024年公司购买商品、接受劳务支付的现金同比亦大幅下降。2024年公司经营活动产生的现金流虽仍呈净流入态势，但经营活动现金流净额较上年大幅下降。此外，受石墨化自供率提升降低加工成本、主要原材料价格下降及公司主动调整客户结构，减少盈利贡献低的客户销售占比等因素影响，2024年石墨负极材料毛利率小幅提升，带动FFO同比亦小幅增加。

偿债指标方面，2024年随着应付票据的到期兑付以及部分可转债转股，公司资产负债率及总债务/总资本比重均有所下降；同时由于可转债发行导致本期利息费用增加，2024年EBITDA利息保障倍数同比有所下降，但公司EBITDA对利息保障程度仍较好。

表9 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）	-1.03	0.25	2.88
FFO（亿元）	--	2.05	1.81
资产负债率	51.09%	49.01%	58.40%
净债务/EBITDA	--	3.37	3.16
EBITDA 利息保障倍数	--	4.85	5.45
总债务/总资本	44.98%	41.43%	52.09%
FFO/净债务	--	19.23%	21.89%
经营活动现金流净额/净债务	-8.30%	2.38%	34.77%

自由现金流/净债务

-17.44%

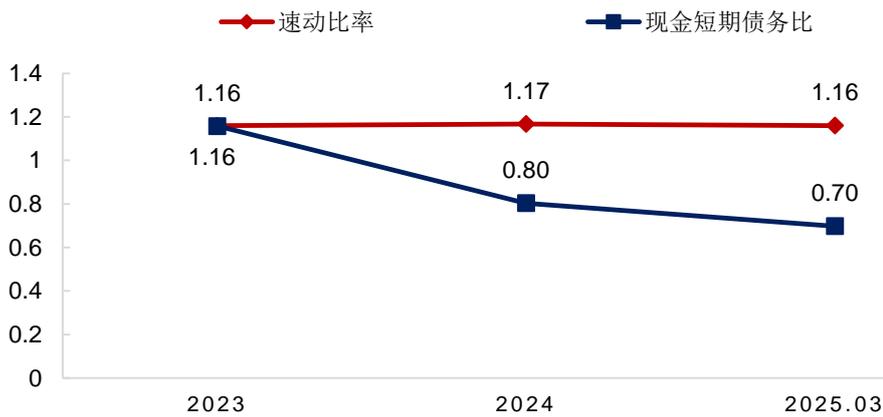
-33.44%

-24.62%

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

流动性指标方面，公司速动比率小幅波动，由于公司现金类资产规模减少，使得现金短期债务比有所下降，考虑到公司为上市公司，融资渠道较为畅通，截至2025年3月末，公司未使用的银行授信额度为16.15亿元，融资弹性尚可。

图 9 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

过往债务履约情况

根据公司本部及重要子公司福建翔丰华、四川翔丰华提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（公司本部：2025年6月12日；重要子公司福建翔丰华、四川翔丰华：2025年5月27日），公司本部及重要子公司福建翔丰华、四川翔丰华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。公司实际控制人周鹏伟（报告查询日：2025年5月27日）未有逾期的信用卡、贷款或其他信贷记录。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年6月20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	3.08	2.78	5.96	6.22
应收账款	7.76	6.96	4.94	6.19
存货	8.11	7.72	7.64	8.57
流动资产合计	23.00	21.56	27.29	29.56
固定资产	14.37	14.67	13.16	7.81
在建工程	4.25	3.61	1.88	2.61
无形资产	2.66	2.68	2.72	0.95
非流动资产合计	23.09	22.80	19.65	14.44
资产总计	46.08	44.36	46.93	44.00
短期借款	5.02	3.31	4.78	9.36
应付票据	2.34	2.34	5.53	10.44
应付账款	4.02	4.58	4.78	4.74
一年内到期的非流动负债	1.30	1.42	1.25	0.05
流动负债合计	12.83	11.85	16.95	25.07
长期借款	4.75	3.99	3.11	1.30
应付债券	4.69	4.61	6.07	0.00
非流动负债合计	10.72	9.89	10.45	2.31
负债合计	23.55	21.74	27.41	27.38
总债务	18.42	16.00	21.23	21.59
其中：短期债务	8.67	7.07	11.56	19.85
长期债务	9.76	8.93	9.67	1.74
所有者权益	22.54	22.62	19.52	16.62
营业收入	3.06	13.88	16.86	23.57
营业利润	-0.08	0.46	1.10	2.03
净利润	-0.08	0.49	0.81	1.53
经营活动产生的现金流量净额	-1.03	0.25	2.88	-2.25
投资活动产生的现金流量净额	-1.41	-0.92	-9.50	-5.52
筹资活动产生的现金流量净额	2.37	-1.08	7.76	9.34
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.16	2.62	2.75
FFO（亿元）	--	2.05	1.81	2.19
净债务（亿元）	12.46	10.67	8.29	8.98
销售毛利率	14.93%	22.60%	22.12%	19.78%
EBITDA 利润率	--	22.78%	15.53%	11.68%
总资产回报率	--	2.39%	3.16%	6.08%
资产负债率	51.09%	49.01%	58.40%	62.23%

净债务/EBITDA	--	3.37	3.16	3.26
EBITDA 利息保障倍数	--	4.85	5.45	11.49
总债务/总资本	44.98%	41.43%	52.09%	56.50%
FFO/净债务	--	19.23%	21.89%	24.43%
经营活动现金流净额/净债务	-8.30%	2.38%	34.77%	-25.01%
自由现金流/净债务	-17.44%	-33.44%	-24.62%	-82.19%
速动比率	1.16	1.17	1.16	0.84
现金短期债务比	0.70	0.80	1.16	0.67

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 公司控股股东及实际控制人持股情况（截至 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2025年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务
四川翔丰华新能源材料有限公司	100.00%	石墨及其他非金属材料制品生产及销售
福建翔丰华新能源材料有限公司	100.00%	石墨及其他非金属材料制品生产及销售
上海翔丰华科技发展有限公司	55.00%	技术研发及销售
海南翔丰华新能源材料有限公司	100.00%	专营零售
深圳市翔丰华新能源发展有限公司	100.00%	技术研发及销售
香港翔丰华科技有限公司	100.00%	尚未开展业务

资料来源：公司提供

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