

锦浪科技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【437】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

锦浪科技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
锦浪转 02	AA	AA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到锦浪科技股份有限公司（以下简称“锦浪科技”或“公司”，股票代码为：300763.SZ）在光伏逆变器领域仍具备较强竞争优势，逆变器外销规模持续快速增长，储能逆变器市场前景较好，并基于逆变器业务延伸至储能系统业务，产品多样性进一步提高，同时公司的分布式光伏发电业务收益仍较好；但中证鹏元也关注到，光伏逆变器业务市场竞争激烈，并网逆变器收入规模有所下滑，外销收入规模较大导致面临贸易政策变化及汇率波动的风险加大，存量及在建逆变器产能有一定消纳风险，分布式光伏发电业务受政策影响较大，且可能受电站衰减等因素影响导致盈利能力持续下降；公司仍存在一定的债务压力。

评级日期

2026 年 6 月 29 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	189.62	193.71	210.49	215.92
归母所有者权益	91.13	90.52	83.18	77.56
总债务	84.10	87.77	111.78	110.37
营业收入	14.19	69.52	65.42	61.01
净利润	0.61	7.43	6.91	7.79
经营活动现金流净额	-0.30	22.03	20.51	3.83
净债务/EBITDA	--	3.97	5.38	6.17
EBITDA 利息保障倍数	--	7.70	5.82	6.43
总债务/总资本	48.00%	49.23%	57.33%	58.73%
FFO/净债务	--	19.83%	14.18%	12.28%
EBITDA 利润率	--	27.88%	29.34%	26.39%
总资产回报率	--	5.11%	4.93%	5.96%
速动比率	0.70	0.72	0.61	0.42
现金短期债务比	0.42	0.55	0.35	0.36
销售毛利率	33.55%	34.49%	31.57%	32.38%
资产负债率	51.94%	53.27%	60.48%	64.08%

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：毕柳
bil@cspengyuan.com

项目组成员：洪鸣
hongm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 公司在光伏逆变器领域仍具备较强的竞争优势，出货量居行业前列，产品销售覆盖地区广。公司在光伏逆变器领域具有多年技术沉淀，跟踪期内在手授权专利数量继续上升，为公司奠定技术竞争优势，光伏逆变器出货量居行业前列，逆变器产品已销往欧洲、亚洲、南美、北美、大洋洲及非洲等多个国家和地区，产品销售覆盖地区广。
- 逆变器外销增量明显，储能逆变器市场景气度较高，新增储能系统业务。2025 年巴基斯坦、印度等新兴市场的销售情况良好，欧洲市场于去库存后整体复苏明显；公司的储能逆变器产品在跟踪期内市场景气度保持较高水平，销量持续高速增长；同时，2025 年下半年开始，公司基于逆变器业务布局向储能系统业务延伸，产品、服务类型进一步丰富。
- 分布式光伏发电业务收益情况仍较好。截止 2026 年 3 月末，公司自持的分布式光伏电站装机容量合计 4,782.35MW，该部分光伏电站整体盈利能力较强，同时由于下游客户主要系当地电网、电力公司及自发自用的工商业企业，整体回款情况良好，该部分资产系公司重要的利润及现金流来源。

关注

- 光伏逆变器市场竞争激烈，且需关注海外贸易政策变化及汇率波动的风险。近年来光伏逆变器国内市场竞争激烈，受行业周期波动影响，2025 年公司并网逆变器整体收入有所下滑；此外，公司逆变器外销业务占比较高，需关注海外贸易政策变化以及汇率波动风险。
- 公司在建部分逆变器产能，需关注消纳情况。2025 年公司产能利用率有所下降，公司可转债募投项目在建的产能主要系公司向高电压、大功率方向的延伸，需关注项目投产后的产品竞争力情况及公司存量、新建产能无法充分消纳的风险。
- 分布式光伏存在上网电价及电量波动风险，且电站衰减将影响未来盈利能力。公司分布式光伏电站业务受政策影响仍较大，2025 年 6 月 1 日起投产的增量光伏电站项目将通过市场化方式确定上网电价并消纳电量，若未来针对存量光伏电站上网电价、上网电量的政策发生变化，仍可能对公司分布式光伏电站业务盈利造成影响。此外，公司目前存量光伏电站随时间推移，发电效率、发电量等指标可能逐渐下降，运维成本可能持续上升，该板块整体盈利能力预计将持续下降。
- 公司整体债务规模仍较大。跟踪期内，虽然公司债务规模有所下降，但公司债务规模仍较大，截止 2026 年 3 月末为 84.10 亿元，公司仍面临一定的债务压力。

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，公司逆变器业务仍具备较强的竞争优势，分布式光伏发电可形成稳定的现金流，近年资本实力有所增强，且获取流动性资源的能力较强。

同业比较（单位：亿元）

指标	阳光电源	固德威	德业股份	上能电气	林洋能源	锦浪科技
总资产	1,186.79	94.24	199.07	111.08	252.04	193.71
净资产	497.72	28.75	103.29	42.05	153.28	90.52
营业收入	891.84	88.89	122.24	56.30	48.76	69.52
净利润	135.33	1.62	31.69	4.61	2.24	7.43
销售毛利率	31.83%	21.51%	38.13%	23.60%	28.51%	34.49%
资产负债率	58.06%	69.50%	48.11%	62.14%	39.18%	53.27%

注：以上各指标均为 2025 年末/度数据。

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
工商企业通用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	7/9
	行业&经营风险状况	5/7		杠杆状况	6/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	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		7/9
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					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
锦浪转 02	16.7658	16.7634	2025-12-17	2031-10-17

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于分布式光伏电站项目、高电压大功率并网逆变器新建项目、中大功率混合式储能逆变器新建项目、上海研发中心建设项目、数智化提升项目及补充流动资金。截止2025年末，“锦浪转02”募集资金尚未使用金额为152,534.07万元，公司将其中的147,000.00万元临时补充流动资金，公司募集资金专户余额为5,580.93万元。

二、 发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东未发生变更。跟踪期以来，张婵女士不再担任公司职工代表董事，公司通过职工代表大会选举张丽女士为职工代表董事。公司注册资本因回购限制性股票而小幅下降，截止2026年3月末，公司注册资本为39,805.82万元，王一鸣先生、林伊蓓女士和王峻适先生为一致行动人，直接及间接合计持有公司45.97%的股份，仍系公司实际控制人，公司股权结构图见附录二。截至2026年3月末，公司实际控制人所持股份均未质押。“锦浪转02”自2026年4月23日起进入转股期，当前转股价格72.35元/股，截至2026年6月25日，公司股票收盘价85.10元/股。

跟踪期内，公司仍主要负责光伏逆变器和分布式光伏发电两大核心业务，其中光伏逆变器主要产品仍为并网逆变器和储能逆变器，同时公司于2025年下半年基于其在光伏逆变器领域积累的品牌、技术、渠道及客户优势，逐渐向储能系统行业延伸，2025年产生收入1.48亿元，公司预计该业务收入规模未来将进一步增加。分布式光伏发电业务仍由全资子公司宁波锦浪智慧能源有限公司（以下简称“锦浪智慧”）运营，截至2026年3月末，公司自持的分布式光伏电站装机容量合计4,782.35MW，以户用光伏电站为主。锦浪智慧为公司重要子公司，其2025年末/年度的财务数据详见下表。

表1 2025 年末/年度锦浪智慧财务情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	总资产	净资产	收入	净利润
锦浪智慧	11.11	143.83	65.38	20.34	7.46

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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；宏观政策好用用足，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、投资于民、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

（一）逆变器行业

光伏行业在经历前几年爆发式增长进入调整期，光伏逆变器是光伏发电系统的核心设备，我国逆变器企业在全球竞争力较强；“光储一体化”为储能逆变器需求提供有益支撑

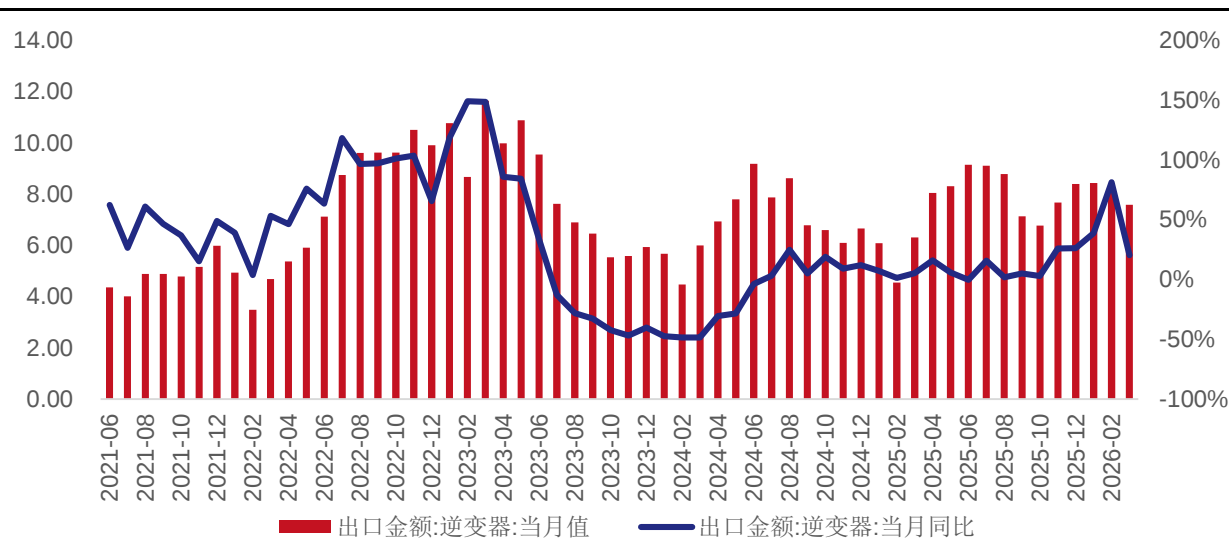
光伏行业在经历前几年爆发式增长进入调整期。2025年2月，国家发展改革委、国家能源局联合发布了《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，对于2025年6月1日起投产的新能源增量项目的上网电量原则上需参与市场化交易，光伏新政窗口期催生抢装潮，上半年装机容量新增212.21GW，同比增长107%，其中5月单月新增装机容量92.92GW，同比增长388.03%，6月新能源电力全面入市后，光伏项目投资收益面临不确定性，下游终端需求疲弱，新增装机断崖式下跌，2025年全年新增装机容量增速降至13.67%。2026年1-5月全国光伏新增装机约59.59GW，较上年同期下降约69.88%，延续下滑趋势。2025年光伏行业供给侧改革持续深化，行业供需错配格局依然严峻，且面临贸易环境趋紧、盈利承压等多重挑战，行业仍在经历阵痛期。国家及地方政府持续出台产业规范政策，通过引导技术创新、强化项目审批、完善消纳机制等举措，推动行业摆脱低价竞争，全面转向技术驱动、提质增效的高质量发展路径，但长期来看，在全球能源转型与“双碳”目标持续深化驱动下，未来清洁能源装机空间仍较大。光伏逆变器是光伏发电系统的核心设备，在光伏行业各环节中技术难度相对较高，具有较高的行业进入门槛。根据Wood Mackenzie发布的《2026年全球光伏逆变器制造商排名报告》，全球前10名企业中6家为中国企业，其中阳光电源、华为¹、固德威、禾迈股份、锦浪科技市场份额居前。

2022年，全球整体光伏装机需求大幅上升，带动我国逆变器出口规模快速增长，2023年上半年开始，海外市场需求回落，于2024年下半年触底，此后逆变器出口规模整体呈周期性变动，2025年下半年开始，

¹ 华为系“华为技术有限公司”的简称。

我国逆变器出口复苏较为明显。

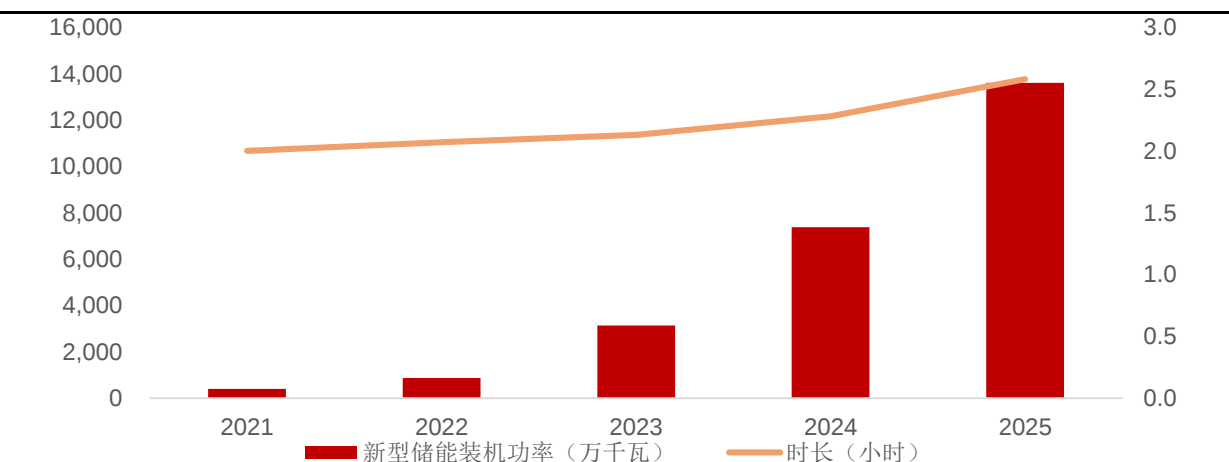
图1 我国逆变器出口情况（单位：亿美元）



资料来源：海关总署，中证鹏元整理

由于光伏发电具有间歇性和波动性，储能系统通过“削峰填谷”实现电能时空转移，在发电高峰时存储多余电量，在需求高峰或发电低谷时释放，显著提升了光伏消纳率，同时，光储一体化可实现用户侧“源网荷储”协同，增强能源自给能力。根据国家能源局数据，截至 2025 年底，全国已建成投运新型储能装机规模达到 1.36 亿千瓦/3.51 亿千瓦时，新型储能装机较 2024 年末增长 84%。与“十三五”末相比增长超 40 倍，实现跨越式发展；从应用场景来看，独立储能占比提升，2025 年，独立储能新增装机 3,543 万千瓦，累计装机规模占比为 51.2%，较 2024 年底提高约 5 个百分点。

图2 国内新增储能装机容量呈高速增长



资料来源：国家能源局能源节约和科技装备司、电力规划设计总院，中证鹏元整理

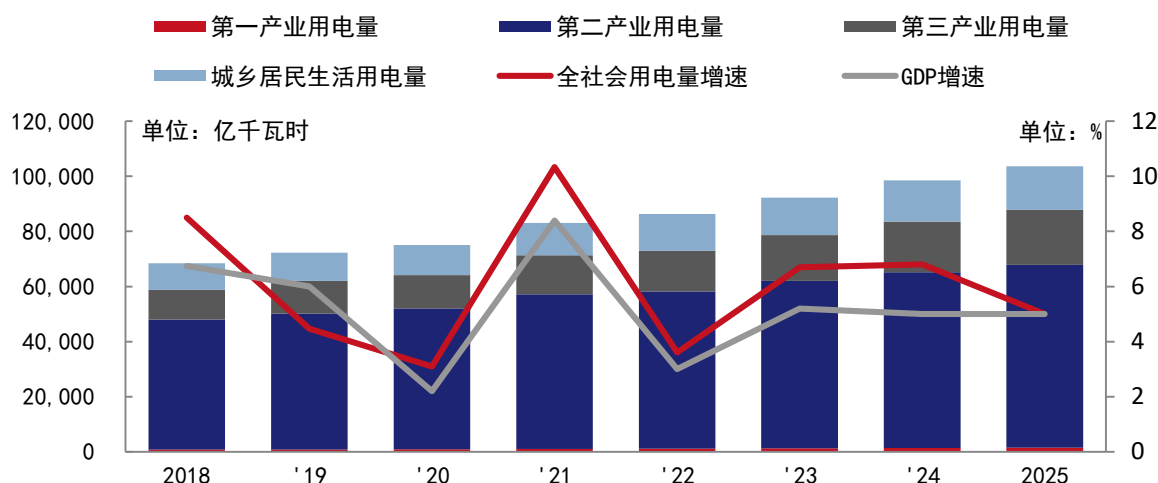
（二）电力行业

2025 年我国全社会用电量保持增长，新能源装机维持高速增长；基于国内稳增长政策持续发力、新兴产业加速扩张，制造业转型升级提速、AI 算力等数字经济用电需求激增、极端天气频发等因素，

预计 2026 年我国电力供需基本平衡，电源清洁化趋势延续，风电和太阳能发电仍是新增装机的主力

2025年我国电力消费延续增长势头，全社会用电量首次突破10万亿千瓦时，达到10.37万亿千瓦时，同比增长5.0%；2026年一季度我国全社会用电量2.51万亿千瓦时，同比增长5.2%。从未来用电形势来看，2026年及未来一段时期，我国用电形势预计呈现“需求平稳增长、结构加速转型、供需总体平衡但局部偏紧”的鲜明特征。随着宏观经济的平稳运行、新质生产力（尤其是高端制造业）加速培育、AI算力等数字经济加速发展、算电协同与电力出海持续，以及以6G、数据中心、充换电服务为代表的新型基础设施建设的持续拉动，叠加近年极端天气频发，预计2026年及中长期，我国全社会用电需求将保持稳定增长。据中国电力企业联合会发布报告，预计2026年全社会用电量将达到10.9万亿至11万亿千瓦时，同比增长5%至6%。

图3 我国全社会用电量

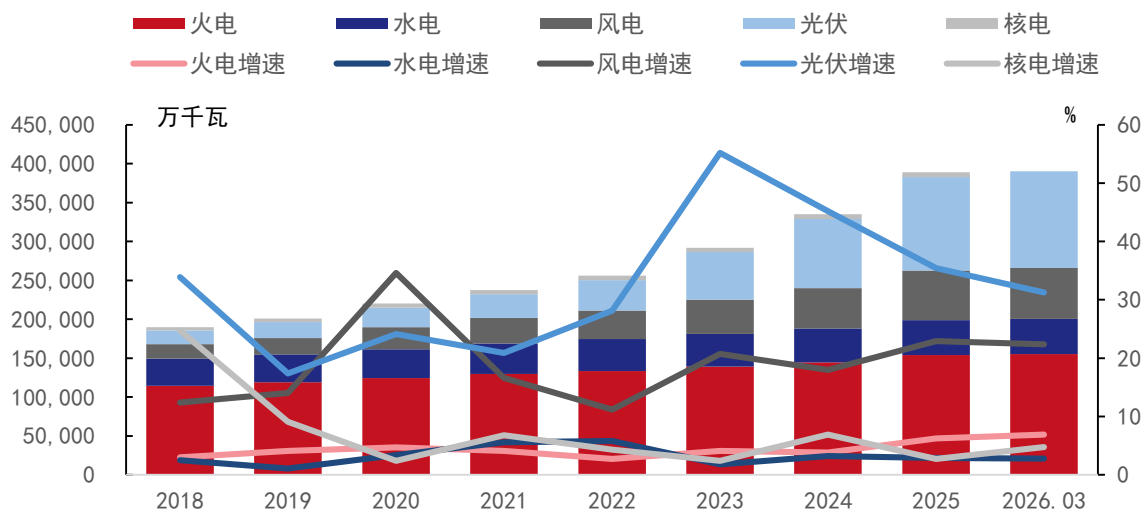


资料来源：Wind，中证鹏元整理

截至2026年3月末，我国全口径发电装机容量39.6亿千瓦，同比增长15.5%，其中并网火电、光伏、风电、水电、核电发电装机容量占比分别为39.18%、31.34%、16.53%、11.34%、1.61%，新能源装机容量占比提升至47.87%，电力行业绿色低碳转型成效显著。在“双碳”等政策目标推动下，我国风光装机规模保持快速增长，已成为装机增量的主力军，装机占比将持续提升。但受新能源全面入市导致的电价市场化竞争、消纳压力增大等因素影响，增速或将有所放缓。2025年我国风电和太阳能发电合计新增装机容量4.34亿千瓦，占新增发电装机总容量的比重达到80.04%。其中，新增太阳能装机3.15亿千瓦，新增风电装机1.19亿千瓦。截至2025年末，我国以风电、太阳能发电为主的新能源发电装机规模达到18.42亿千瓦，已超过火电装机规模，并超额完成国内《2030年前碳达峰行动方案》提出的“2030年12亿千瓦”目标。2025年，全国光伏新增装机3.17亿千瓦，同比增长14%，其中集中式光伏新增1.64亿千瓦，分布式光伏新增1.53亿千瓦。截至2025年12月，全国光伏发电装机容量达到12亿千瓦，同比增长35%，其中集中式光伏6.7亿千瓦，分布式光伏5.3亿千瓦，能源绿色低碳转型取得显著成效，其中浙江省光伏已超过煤电成为第一大电源。此外，我国风电和光伏产业链的快速发展、技术持续进步以及度电成本的不断

降低等，为整个风电和光伏市场进一步扩容奠定了坚实基础。

图4 近年我国各品类电源装机情况

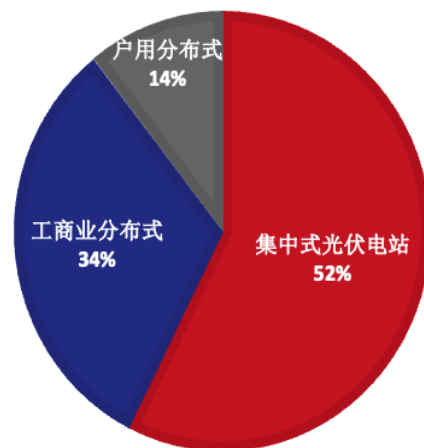
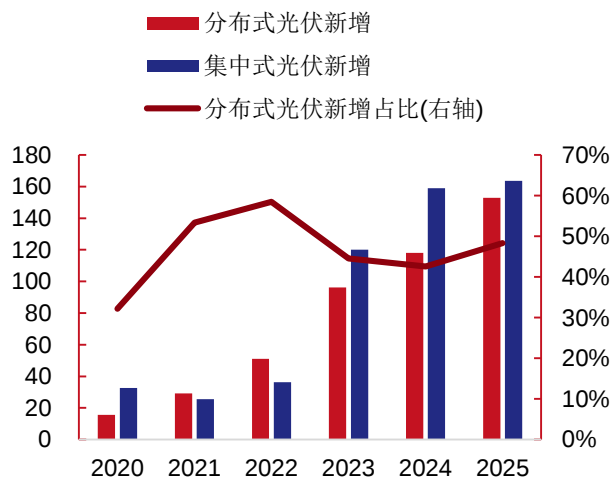


资料来源：Wind，中证鹏元整理

具体到光伏发电来看，光伏电站通常可分为集中式光伏电站和分布式光伏电站，2020年以来分布式光伏新增装机呈现高速增长态势，2025年分布式光伏新增装机占比达48.33%，与集中式光伏相接近。具体来看，2025年，集中式光伏电站新增装机占比仍为最高，但同比减少5.8个百分点，工商业分布式光伏占比同比提升1.9个百分点，户用分布式占比同比提升3.9个百分点。

图5 我国光伏新增装机结构情况（单位：GW）

图6 2025年我国新增光伏装机容量构成



资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

资料来源：国家能源局，中证鹏元整理

2025年全国发电设备平均利用小时数继续走低，风光利用小时数整体承压，预计2026年新能源消纳压力仍较大；随着新型电力系统、电网和储能设施建设的不断推进，新能源消纳问题有望逐步缓解

2025 年全国发电设备利用效率总体呈下滑趋势，新能源消纳压力依然突出。2025 年全国发电设备累计平均利用小时数为 3,119 小时，比上年同期减少 323 小时。分电源类型看，风电与太阳能发电装机

保持高速增长，但由于用电需求增量有限，电网及调节设施建设滞后，以及新能源发电和用电区域错配等因素，两者利用率均显著下降（风电利用小时数同比减少 148 小时，太阳能发电减少 123 小时），且“三北”等新能源富集区域弃风弃光现象加剧。为缓解消纳矛盾，近年风光大基地建设推动特高压直流输电通道工程投资快速增长，跨区、跨省输送电量较快增长。2025 年全国完成跨区输送电量 9,984 亿千瓦时，同比增长 7.9%；跨省输送电量 21,237 亿千瓦时，同比增长 6.3%。展望未来，随着特高压电网、储能设施建设推进，以及源网荷储一体化、产业布局调整和政策强化，新能源消纳问题有望逐步缓解。“十五五”期间，为实现新型电力系统建设目标，国家电网预计完成固定资产投资 4 万亿元，较“十四五”期间增长 40%左右；南方电网计划于 2026 年完成固定资产投资 1,800 亿元。电网建设的不断推进，为“十五五”期间电力供应和消纳提供有力支撑。

为构建全国统一电力市场体系，2025年以来我国发布一系列深化电力市场化改革的核心政策，随着电力体制改革的不断深化以及电力市场化交易程度持续加深，短期电价竞争压力或将进一步加大

近年来我国电力体制改革持续深化，逐步建立了适应新型电力系统的统一电力市场体系，有效促进了资源的优化配置和能源清洁低碳转型，电力 136 号文推动新能源上网电价全面市场化，以“全面入市+差价结算”为核心，结束“保量保价”政策，促进行业从规模驱动转向价值驱动的高质量发展。随着国家电力体制改革的深入推进，以及稳妥推进新能源参与电力市场的相关政策推动，近年来电力市场交易规模及占比持续增长。2025 年全国各电力交易中心累计组织完成市场交易电量 66,394.00 亿千瓦时，同比增长 7.4%，占全社会用电量比重为 64.0%，同比增长 1.3 个百分点。其中，全国电力市场中长期电力直接交易电量合计为 63,522.0 亿千瓦时，同比增长 36.50%。随着国家发展改革委、国家能源局出台的《关于深化电力体制改革加快构建新型电力系统的意见》全面落地实施，我国电力市场化进程将显著加快。新能源参与市场交易规模的不断扩大，将成为拉动全国市场化交易电量总量和占比持续上升的核心动力，但随着新能源全面入市，电力市场竞争加剧，各电源上网电价面临下行压力。

四、 经营与竞争

公司主营业务仍为光伏逆变器和分布式光伏发电两大核心板块，其中逆变器产品仍包括并网逆变器及储能逆变器；分布式光伏发电仍分为新能源电力生产及户用光伏发电系统，2025年下半年开始，公司基于其在光伏逆变器领域积累的品牌、技术、渠道及客户优势，逐渐向储能系统行业延伸。

2025年公司营业收入保持增长，增量主要来源于逆变器业务及储能系统业务。毛利率方面，2025年逆变器业务毛利率在公司主动调整客户结构、产品结构下明显提升，而分布式光伏发电业务受存量电站性能缓慢衰减，毛利率小幅下降，综合影响下，公司整体毛利率有所提升，公司分布式光伏发电业务整体毛利率仍处于较高水平，且仍显著高于逆变器业务。

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
逆变器业务：	46.28	66.58%	26.88%	43.64	66.70%	19.83%
并网逆变器	29.96	43.10%	24.22%	37.92	57.96%	18.68%
储能逆变器	16.32	23.47%	31.75%	5.72	8.74%	27.48%
分布式光伏发电业务：	20.32	29.23%	54.15%	20.81	31.81%	56.53%
新能源电力生产	5.87	8.45%	50.16%	6.17	9.44%	52.86%
户用光伏发电系统	14.44	20.78%	55.77%	14.64	22.38%	58.08%
储能系统业务：	1.48	2.13%	17.02%	-	-	-
其他	1.44	2.07%	19.54%	0.97	1.48%	23.75%
合计	69.52	100.00%	34.49%	65.42	100.00%	31.57%

注：上表中“其他”包括主营业务以及非主营业务，主要涉及逆变器配套产品销售、废品销售、售后维修服务等。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）逆变器业务及储能系统业务

公司逆变器业务持续在研发端发力，研发费用占营业收入的比重持续提升，2025年公司年产95万台组串式逆变器新建项目逐步释放产能，目前在建逆变器产能为5万台/年，需关注未来的产能消纳情况

公司在光伏逆变器领域具有多年技术沉淀，逆变器产品包括户用系列、工商业系列及大型地面电站系列，全面覆盖户用光伏发电、商业能源管理和集中式发电等多种应用领域。跟踪期内，公司持续投入研发与创新，2025年公司研发费用占营业收入的比重为7.30%，较2024年的5.88%进一步提升。截止2026年3月末，公司累计拥有授权专利396项，持续为公司在市场竞争中确立优势奠定坚实基础。

公司目前已建成的逆变器生产基地均位于宁波市象山县，并于上海、西安、杭州等地设立了研发中心，随着“年产95万台组串式逆变器新建项目”于2024年12月末达到预定可使用状态，2025年公司逆变器产能逐步释放，同时，由于公司逆变器产品结构持续向中大功率逆变器倾斜，公司产能利用率按照台数计算出现较明显的下降。截止2026年3月末，公司逆变器业务产能为175万台/年²，未来公司还存在可转债募投项目等新增产能，需关注未来下游光伏新增装机增长趋缓导致新建产能投产后面临无法充分消纳的风险。

表3 公司逆变器业务产能及产量情况（单位：万台）

项目	2025 年	2024 年
产能	140.25	77.00
产量	80.16	99.23
产能利用率	57.15%	128.87%

注：上表产能为全年平均产能。

² 由于公司近年来为满足市场需求，同时提高自身利润率，已将部分逆变器产线调整为生产较大功率的逆变器产线，而未对按照台数计算的历史产能进行调整，因此该产能较公司实际情况可能存在偏大的情形。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表4 截止 2026 年 3 月末公司在建逆变器业务产能情况（单位：万元）

项目名称	项目总 投资	已投资 金额	项目 进度	产能情况
高电压大功率并网逆变器新建项目	31,903.19	309.67	0.97%	250kW 以上高电压大功率组串式并网逆变器年产 25,000 台
中大功率混合式储能逆变器新建项目	29,129.94	1,341.53	4.61%	20kW 以上中大功率混合式储能逆变器年产 25,000 台
合计	61,033.13	1,651.20	-	-

注：截止 2026 年 3 月末，募投项目中的数智化提升项目已投资金额为 1,060.57 万元，投资进度为 10.76%；上海研发中心建设项目尚未进行投建。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年公司缩减部分盈利能力较弱的产品销售，但海外市场及储能逆变器整体需求旺盛，其中欧洲市场需求恢复明显，跟踪期内逆变器单价有所下降但毛利率明显提升

跟踪期内，公司逆变器业务的主要客户仍主要为光伏发电系统集成商、EPC承包商、安装商和投资业主等，业务范围仍包含国内及海外，公司在国内仍主要依靠自身设立的销售及服务机构获取订单，在海外市场则主要通过委托第三方机构协助进行市场服务、推广和维护、人力资源等服务。2025年，公司逆变器业务产量及销量均有所下降，一方面系公司缩减部分盈利能力较弱的产品销售，一方面系中大功率逆变器占比持续提升所致，同期产销率有所上升，主要系下游整体需求旺盛所致。

表5 公司逆变器业务产销情况（单位：台）

项目	2025 年	2024 年
产量	801,565	992,316
销售量	790,184	913,008
产销率	98.58%	92.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年，公司对内销产品结构进行一定调整，缩减了部分盈利能力较弱的产品销售，并网逆变器整体销售收入及销量均有所下降，而海外市场及储能逆变器整体需求旺盛，带动储能逆变器销售收入及销量快速上升。单价方面，2025年公司并网逆变器及储能逆变器销售单价均有所下降，原因包括逆变器制造单位成本有所下降、部分新兴市场的销售单价相对较低、中大功率逆变器单价（元/W）相对较低等。

表6 公司逆变器业务分产品销售情况

产品	项目	2025 年	2024 年
并网逆变器	销售收入（亿元）	29.96	37.92
	销量（台）	552,778	826,815
	销量（kW）	18,480,937	20,683,608
	单价（元/W）	0.162	0.183
储能逆变器	销售收入（亿元）	16.32	5.72
	销量（台）	237,413	86,092
	销量（kW）	2,423,283	741,200

	单价（元/W）	0.673	0.772
--	---------	-------	-------

注：上表数据不含公司内部销售。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司坚持“国内与国际市场并行发展”的全球化布局，2025年，公司外销收入占比持续提升，亚洲、非洲、欧洲区域销售占比明显提升，其中巴基斯坦、印度等新兴市场整体需求旺盛；欧洲市场销售收入于2025年明显回暖，部分原因系欧洲市场基本完成去库存后需求回升所致；公司在北美地区的逆变器销售额仍较少，北美地区的市场竞争及关税政策变化对公司产生的不利影响相对有限。

公司逆变器业务外销时仍采用美元、英镑、欧元等币种结算，2025年，公司产生的汇兑收益为0.14亿元，主要系跟踪期以来公司使用的外汇币种相对人民币升值带来收益，但未来外汇市场的波动将持续给公司带来汇兑风险。

2025年，随着公司积极推进降本策略、不断优化产品结构和客户结构，公司逆变器业务内销、外销业务毛利率均同比上升，其中内销业务盈利水平明显改善，此外，由于毛利率较高的外销收入占比有所提升，公司2025年逆变器业务毛利率上升至26.88%。

表7 公司逆变器收入境内外分布及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025 年			2024 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
外销	32.55	70.33%	30.75%	27.76	63.63%	28.93%
其中：亚洲	13.62	29.43%	-	10.53	24.14%	-
南美	4.37	9.44%	-	8.03	18.40%	-
欧洲	10.59	22.88%	-	6.21	14.24%	-
北美	1.78	3.85%	-	1.60	3.67%	-
大洋洲	0.95	2.05%	-	0.92	2.10%	-
非洲	1.24	2.68%	-	0.47	1.07%	-
内销	13.73	29.67%	17.77%	15.87	36.37%	4.76%
合计	46.28	100.00%	26.88%	43.64	100.00%	20.14%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

业务回款方面，对于国内资质较好的国央企客户，公司仍通常会给予一定时间账期，对于国内其他客户，公司会结合客户的规模、历史交易情况等给予一定时间的账期；对于海外客户公司亦会给予一定时间账期，同时为规避款项回收风险，会向中国出口信用保险公司（以下简称“中信保”）进行投保。

公司生产所需的主要原材料仍为电子元器件、结构件以及生产辅助材料，目前部分电子元器件仍需进口，需关注其供应的稳定性及采购价格的变动情况

公司生产所需的主要原材料仍主要为电子元器件（如IGBT、DSP主动芯片、漏电流传感器、电容、电感等）、结构件（如外壳、散热器等）以及生产辅助材料，其中电子元器件采购成本占比仍约为70%。公司向不同供应商采购的账期不同，通常为60天左右。目前公司部分大功率机型逆变器的电子元器件仍无法完全由国内产品替代（主要系DSP主动芯片、IGBT及漏电流传感器等，主要系部分海外客户对

公司逆变器采用的原材料品牌存在一定要求），仍需关注其供应稳定性及采购价格的变动情况。2025年，公司光伏逆变器业务收入整体有所上升，但该业务原材料采购规模明显下降，主要系公司本年推进按需采购、以销定产策略，优先消化现有库存，减少新增采购，避免存货跌价风险所致；而电子元器件占比明显上升，主要系基于市场需求，公司致力于储能类产品，电子元器件的需求量受产品结构及技术升级影响，需求量占比有所上升所致。

表8 光伏逆变器业务原材料采购构成情况（单位：万元）

原材料	2025 年		2024 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
电子元器件	205,199.18	72.91%	223,444.43	67.72%
结构件	64,631.14	22.96%	89,381.05	27.09%
辅料及其他	11,629.12	4.13%	17,149.30	5.20%
合计	281,459.44	100.00%	329,974.78	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司于2025年下半年依托自身逆变器业务拓展储能系统业务，目前该业务均为外销，主要通过委外加工的方式生产，后续将视业务发展情况规划是否自建产线，需关注未来上游电芯的价格及该业务盈利能力变化情况

公司储能系统经营模式与逆变器业务类似，同时共享海外网点、合作伙伴、品牌与客户渠道，结合各地政策需求定制储能产品。公司当前主要通过委外加工的模式（主要为电池包）进行储能产品的制造，目前正在筹备和推进自有产线的建设。公司储能系统中的电芯由公司向其他电池厂商采购，逆变器则直接使用自产产品，2025年，公司实现储能系统业务收入1.48亿元，收入增长较快，均为外销产生，业务毛利率为17.02%，该业务毛利率相对逆变器板块较低，主要系目前采取委外加工方式所致。公司储能系统中电芯成本占比较高，需关注未来上游电芯的价格变化情况及该业务的盈利能力变化情况。

（二）分布式光伏发电业务

分布式光伏发电业务仍主要集中于华东、华中地区，跟踪期内保持较好盈利能力；2023年底起公司已放缓新建分布式光伏电站进度，2025年公司出售一定规模的电站以加快资金回笼，压降自身债务

公司分布式光伏发电业务仍主要由全资子公司锦浪智慧负责投资及运营，光伏电站的建设模式、采购内容均未发生重大变化，2023年末以来，公司基本完成分布式光伏电站的装机规划，大幅放缓了新建分布式光伏电站进度，2025年分布式光伏电站的采购规模较2024年进一步下降，主要系进行此前投资电站的收尾工作。截止2026年3月末，本期可转债募投项目中的分布式光伏电站项目尚未开工建设。

表9 公司分布式光伏发电业务采购情况（单位：万元）

采购内容	2025 年		2024 年	
	采购金额	占比	采购金额	占比
EPC 总承包服务	6,098.32	85.51%	72,488.49	99.57%

光伏组件	461.81	6.48%	45.98	0.06%
逆变器	571.51	8.01%	266.52	0.37%
合计	7,131.64	100.00%	72,801.00	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2025年末，公司分布式光伏电站账面价值为131.59亿元，按照电站类型区分，公司投资运营的分布式光伏电站仍可分为工商业分布式光伏电站和户用分布式光伏电站。按照营运模式来区分，公司投资的分布式光伏电站仍可分新能源电力生产业务及户用光伏发电系统业务，两类业务的经营模式较为相似，电站所有权均归公司所有。跟踪期内公司进行了部分电站出售以加快资金回笼³，压降自身债务，截止2026年3月末，公司分布式光伏电站装机容量合计为4,782.35MW，整体装机容量有所下降，未来公司仍会视投资收益情况出售部分光伏电站，需关注公司光伏电站的装机容量变化情况及光伏电站出售价格情况。综合考虑经济发展水平、光照资源条件、当地上网电价、光伏电量消纳能力、企业信用及居民接受度等因素，公司的分布式光伏发电业务仍主要集中于华东、华中地区。

表10 截至 2026 年 3 月末公司分布式光伏发电业务区域分布情况（单位：MW）

分布	新能源电力生产	户用光伏发电系统	合计
华东地区	323.20	1,933.03	2,256.23
华中地区	490.17	1,002.20	1,492.37
华南地区	365.87	-	365.87
华北地区	91.91	260.48	352.39
东北地区	2.05	265.06	267.11
西北地区	17.64	21.70	39.34
西南地区	0.86	8.18	9.04
合计	1,291.70	3,490.65	4,782.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2025年，公司分布式光伏发电业务毛利率受光伏电站性能衰减有所下降，下游回款情况良好，但仍需关注光伏相关政策对公司未来电力消纳、结算电价的影响

2025年公司分布式光伏发电业务收入及毛利率均有所下降，主要系公司存量运营的电站的发电效率、发电量在运行期限内存在衰减，同时运维成本存在递增，从而影响公司分布式光伏发电业务收入及毛利率。2025年，新能源电力生产业务度电价格有所下降，户用光伏发电系统业务度电价格有所上升，公司分布式光伏发电业务度电价格整体稳定。

2025年2月9日，国家发改委、能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》，该政策提到2025年6月1日起投产的增量光伏电站项目将通过市场化方式确定上网电价并消纳电量，由于公司目前的大部分光伏电站已于2024年前并网，因此该政策对公司影响较小，但目前仍有较多省份正在陆续出台关于该政策的细则，若未来针对存量光伏电站上网电价、上网电量的政策发生

³ 锦浪智慧 2025 年出售电站总规模为 239.06MW，平均交易价格为 3.11 元/瓦，合计价格约 7.43 亿元。

变化，可能对公司分布式光伏发电业务盈利造成影响。

表11 近年公司分布式光伏发电业务运行情况

类型	项目	2025 年	2024 年
新能源电力生产业务	售电量（万度）	146,476.88	148,751.94
	度电价格（元）	0.401	0.415
	光伏电站收入（万元）	58,745.78	61,735.02
	期末累计并网装机容量（MW）	1,318.32	1,360.98
	毛利率	49.67%	52.86%
户用光伏发电系统业务	售电量（万度）	454,105.83	468,058.90
	度电价格（元）	0.318	0.313
	光伏发电系统收入（万元）	144,445.82	146,402.79
	期末累计并网装机容量（MW）	3,499.77	3,688.80
	毛利率	55.23%	58.08%

注：售电量=上网电量+自用电量，度电价格=光伏电站收入/售电量。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司分布式光伏发电业务的销售对象仍主要系当地电网、电力公司及自发自用的工商业企业，当地电网公司电费仍主要按月结算，且信用资质良好，公司分布式光伏发电业务的整体回款仍较好，为公司带来良好的经营性现金流。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司公告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年-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计财务报表。

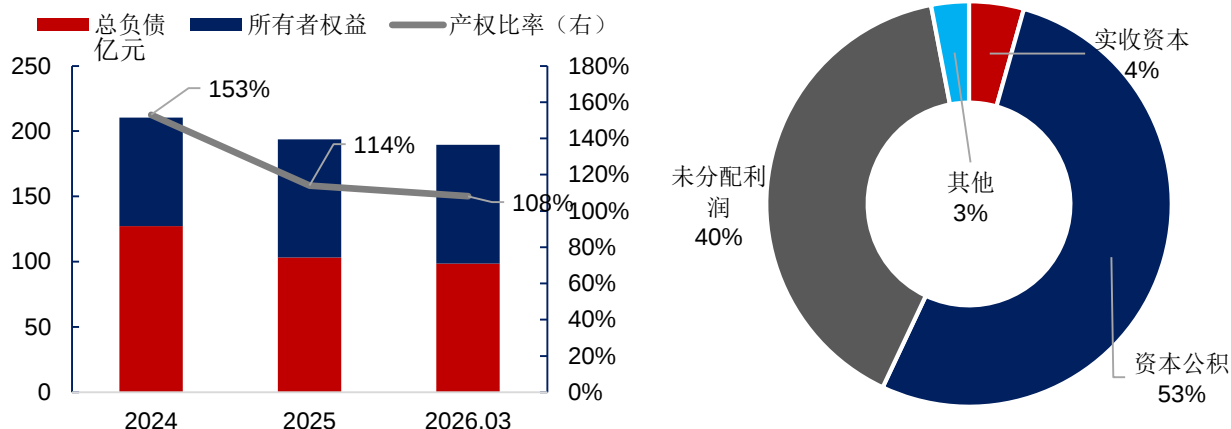
跟踪期内，分布式光伏电站仍为公司规模最大的资产，虽然跟踪期内该部分电站随运营期增加存在一定的效率衰减，但盈利能力仍较强，具备较好的现金流生产能力；公司依赖自身经营留存及出售电站偿还前期债务，财务杠杆水平有所下降，但仍面临一定的债务压力；同时，2025年公司经营活动产生的现金流量净额保持增长，公司融资成本较低且融资渠道多元，其获取流动性资源的能力仍较强

资本实力与资产质量

跟踪期内，公司通过自身经营收益留存和出售电站偿还债务，所有者权益规模持续上升而负债规模持续下降，综合影响下，公司产权比率进一步下降，公司所有者权益对负债的保障程度较好。公司所有者权益仍主要由资本公积、未分配利润及实收资本构成，合计占比超95%。

图7 公司资本结构

图8 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，公司资产结构未发生重大变化，仍主要集中于光伏电站、逆变器业务原材料与库存成品、应收账款及货币资金。

公司固定资产仍主要由自持的分布式光伏电站、厂房及办公楼、生产设备等构成，公司2023年末分布式光伏电站基本达成装机规划后大幅放缓了进一步投建的规模，截止2025年末，公司分布式光伏电站账面价值为131.59亿元，较2024年末的145.33亿元有所下降，主要系计提折旧及公司出售部分分布式光伏电站所致（锦浪智慧2025年出售电站总规模为239.06MW，平均交易价格为3.11元/瓦，交易产生的净利润为2,861.61万元）。公司主要的分布式光伏电站仍主要采取“自发自用、余额上网”及“全额上网”的模式，业务回款较好，具备较好的现金流生成能力。

存货仍主要系逆变器业务所需的原材料及库存商品，截止2026年3月末，公司存货中原材料的账面价值为8.61亿元，公司部分原材料库龄较长，于2025年计提了0.36亿元存货跌价准备（其中原材料计提了0.28亿元），主要系2022年受“缺芯”影响，公司战略储备采购较大规模电子元器件，公司将该部分电子元器件按照可变现净值法计提，后续仍需关注该部分原材料的消耗情况及存货跌价准备计提情况。跟踪期内，应收账款仍主要由逆变器销售业务产生，2024-2025年，公司信用减值损失分别为0.17亿元及0.20亿元，需关注应收账款的坏账风险。

其他资产方面，公司围绕产业链上下游，以获取技术、原料或者渠道为目的参与产业投资，涉及的领域包括储能系统、碳化硅功率器件、功率半导体等领域，该部分股权投资计入了其他非流动金融资产；无形资产仍主要系土地使用权和软件使用权等，跟踪期内规模整体均较稳定。

受限资产方面，截至2025年末，公司受限资产合计62.51万元，均为货币资金，公司整体资产受限水平较低。

表12 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

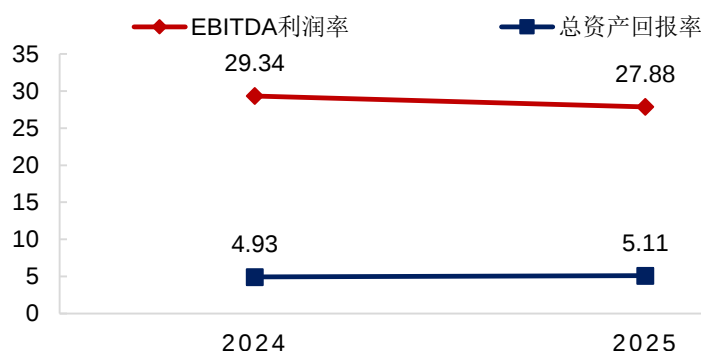
货币资金	8.51	4.49%	9.24	4.77%	9.37	4.45%
交易性金融资产	0.00	0.00%	2.44	1.26%	0.00	0.00%
应收账款	11.06	5.83%	10.37	5.36%	11.69	5.55%
存货	16.88	8.90%	16.66	8.60%	19.07	9.06%
其他流动资产	2.55	1.34%	2.65	1.37%	3.37	1.60%
流动资产合计	42.21	22.26%	43.40	22.41%	45.67	21.70%
其他非流动金融资产	3.76	1.98%	3.66	1.89%	3.81	1.81%
固定资产	141.05	74.39%	143.87	74.27%	157.84	74.99%
无形资产	1.41	0.74%	1.44	0.74%	1.52	0.72%
非流动资产合计	147.41	77.74%	150.31	77.59%	164.81	78.30%
资产总计	189.62	100.00%	193.71	100.00%	210.49	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

2025年，公司营收在逆变器及储能系统业务的增长带动下上升，分布式光伏发电业务占比有所下降。期间费用方面，2024年-2025年，公司期间费用率分别为20.79%及23.26%，期间费用率上升一方面系管理费用率同比增速较快（主要系上年同期冲回股权激励产生的股份支付费用导致上年管理费用规模偏低，同时本期经营规模扩大管理人员费用增加所致），同时研发费用率在公司持续投入研发与创新下（包括新增研发的储能系统业务）占比提升所致；此外，2024年随着公司债务规模在前期大规模投建分布式光伏电站的背景下到达顶峰，财务费用率上升至4.76%，但随着公司电站投资的放缓及债务的偿还，2025年财务费用率下降至3.38%。公司逆变器外销业务占比较高，需关注海外贸易政策变化以及汇率波动风险，分布式光伏发电业务仍受政策影响较大；若未来针对存量光伏电站上网电价、上网电量的政策发生变化，可能对公司分布式光伏发电业务盈利造成影响；此外，公司2025年下半年开始开展的储能系统业务处于较快速的发展阶段，需关注后续业务体量及盈利能力的变化情况。

图9 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

跟踪期内公司继续通过自身盈利、出售电站资产等方式提前偿还了部分债务，债务规模整体明显下

降，截止2026年3月末为84.10亿元，其中长期债务占比72.99%；融资渠道方面，除2025年10月成功发行的可转债外，其他融资仍以项目贷、票据融资和流贷为主。融资成本方面，截止2026年3月末，公司综合融资成本为2.03%，其中可转债各年度票面融资成本介于0.20%-2.00%，银行借款融资成本约2.52%、整体融资成本较低。

其他负债方面，截至2025年末，应付账款仍主要系公司应付的供应商货款及长期资产购置款（电站组件及EPC工程采购）；其他应付款仍主要系限制性股票回购义务等；其他流动负债主要系销售返利，2025年增加较多主要系公司持续开拓海外业务所致。

表13截止 2026 年 3 月末公司有息负债情况（单位：亿元）

融资渠道	融资成本	融资余额	一年以内	一年以上
银行借款	2.52%	67.86	22.64	45.22
债券融资	0.20%-2.00%	16.04	0	16.04
综合融资成本	2.03%	83.90	22.64	61.26

注：银行借款余额包含银行承兑汇票，银行借款融资成本不含银行承兑汇票；债券融资利率为可转债各年度票面利率；上表不含租赁负债；
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表14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	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.50	0.39%
应付票据	9.98	10.13%	11.11	10.76%	13.23	10.39%
应付账款	8.04	8.16%	8.25	8.00%	8.94	7.03%
其他应付款	2.29	2.33%	2.30	2.23%	2.68	2.11%
一年内到期的非流动负债	12.74	12.94%	11.38	11.03%	14.78	11.61%
其他流动负债	1.07	1.09%	1.26	1.22%	0.89	0.70%
流动负债合计	36.28	36.84%	37.16	36.01%	43.39	34.08%
长期借款	45.22	45.91%	49.23	47.71%	83.09	65.27%
应付债券	16.04	16.29%	15.91	15.42%	0.00	0.00%
租赁负债	0.12	0.13%	0.15	0.14%	0.18	0.14%
非流动负债合计	62.21	63.16%	66.03	63.99%	83.92	65.92%
负债合计	98.49	100.00%	103.19	100.00%	127.31	100.00%
总债务	84.10	85.39%	87.77	85.06%	111.78	87.80%
其中：短期债务	22.72	27.01%	22.49	25.62%	28.51	25.51%
长期债务	61.38	72.99%	65.28	74.38%	83.27	74.49%

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

2025年，公司经营活动产生的现金流量净额有所上升，主要系公司整体销售规模增加带动，2026年一季度经营活动现金流净额为负主要系公司增加原材料备货所致。截止2026年3月末，公司资产负债率为51.94%，财务杠杆水平较2024年末明显下降，主要系公司通过自身盈利及出售光伏电站偿还贷款所致。2025年公司EBITDA利息保障倍数有所上升，公司依靠自身经营获利可较好覆盖利息支出。

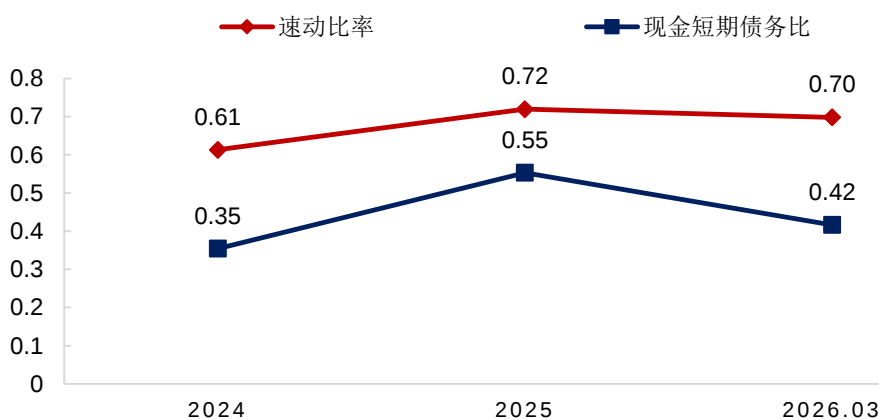
表15 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2026 年 3 月	2025 年	2024 年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.30	22.03	20.51
FFO（亿元）	--	15.26	14.63
资产负债率	51.94%	53.27%	60.48%
净债务/EBITDA	--	3.97	5.38
EBITDA 利息保障倍数	--	7.70	5.82
总债务/总资本	48.00%	49.23%	57.33%
FFO/净债务	--	19.83%	14.18%
经营活动现金流净额/净债务	-0.39%	28.63%	19.87%
自由现金流/净债务	-1.06%	25.01%	-15.31%

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，公司整体债务规模持续下降，现金短期债务比较2024年末有所上升，但公司仍面临一定的短期债务压力。截至2026年3月末，公司尚未使用的银行授信余额合计153.74亿元，整体储备较为充足；公司融资渠道较为多元，光伏电站整体收益情况较好，具备较强的可交易性，整体来看，公司虽需偿付较大规模的债务，但银行融资所形成的光伏电站资产现金生产能力较好，具备可交易性，且尚有较大规模的流动性储备，公司获取流动性资源的能力仍较强。

图10 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

根据公司提供的公司本部及其重要子公司锦浪智慧的银行信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（公司本部：2026年5月27日；锦浪智慧：2026年5月26日），公司本部及其重要子公司锦浪智慧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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2026年6月23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

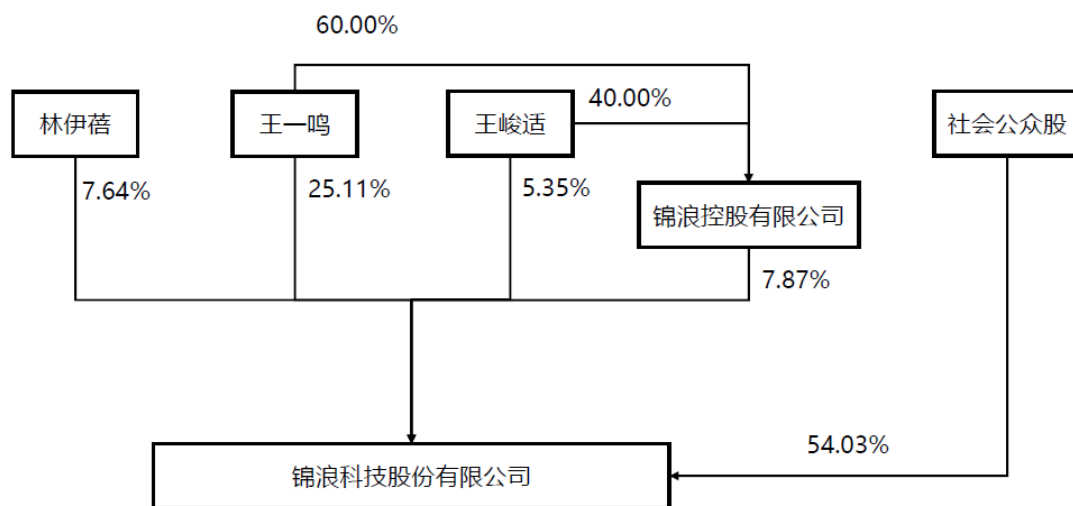
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
货币资金	8.51	9.24	9.37	10.78
应收账款	11.06	10.37	11.69	9.36
存货	16.88	16.66	19.07	19.60
流动资产合计	42.21	43.40	45.67	45.79
固定资产	141.05	143.87	157.84	153.18
非流动资产合计	147.41	150.31	164.81	170.13
资产总计	189.62	193.71	210.49	215.92
短期借款	0.00	0.00	0.50	1.00
应付票据	9.98	11.11	13.23	24.31
应付账款	8.04	8.25	8.94	20.57
一年内到期的非流动负债	12.74	11.38	14.78	9.39
流动负债合计	36.28	37.16	43.39	62.36
长期借款	45.22	49.23	83.09	75.45
应付债券	16.04	15.91	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	62.21	66.03	83.92	76.00
负债合计	98.49	103.19	127.31	138.36
总债务	84.10	87.77	111.78	110.37
其中：短期债务	22.72	22.49	28.51	34.70
长期债务	61.38	65.28	83.27	75.67
所有者权益	91.13	90.52	83.18	77.56
营业收入	14.19	69.52	65.42	61.01
营业利润	0.75	7.94	7.24	8.37
净利润	0.61	7.43	6.91	7.79
经营活动产生的现金流量净额	-0.30	22.03	20.51	3.83
投资活动产生的现金流量净额	2.64	2.95	-28.77	-71.38
筹资活动产生的现金流量净额	-3.05	-25.29	6.99	62.37
财务指标	2026 年 3 月	2025 年	2024 年	2023 年
EBITDA（亿元）	--	19.38	19.20	16.10
FFO（亿元）	--	15.26	14.63	12.21
净债务（亿元）	74.98	76.96	103.21	99.37
销售毛利率	33.55%	34.49%	31.57%	32.38%
EBITDA 利润率	--	27.88%	29.34%	26.39%
总资产回报率	--	5.11%	4.93%	5.96%
资产负债率	51.94%	53.27%	60.48%	64.08%
净债务/EBITDA	--	3.97	5.38	6.17
EBITDA 利息保障倍数	--	7.70	5.82	6.43

总债务/总资本	48.00%	49.23%	57.33%	58.73%
FFO/净债务	--	19.83%	14.18%	12.28%
经营活动现金流净额/净债务	-0.39%	28.63%	19.87%	3.85%
速动比率	0.70	0.72	0.61	0.42
现金短期债务比	0.42	0.55	0.35	0.36

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）



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