

# 江苏京源环保股份有限公司相关 债券2026年跟踪评级报告

中鹏信评【2026】跟踪第【556】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。

## 江苏京源环保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
京源转债	A	A

### 评级观点

本次等级的评定是考虑到江苏京源环保股份有限公司（以下简称“京源环保”或“公司”，股票代码：688096.SH）具备一定核心技术优势，2025年新签订单规模较大，未来业务收入具有一定保障；同时中证鹏元也关注到，2025年公司毛利率继续下滑，应收账款信用减值、资产减值损失增加及固定资产折旧上行多重因素叠加，公司利润亏损规模扩大，传统工业水处理收入集中于电力行业，智慧运维与算力业务客户集中度偏高，应收账款对营运资金仍形成较大占用，短期债务偿付压力持续加大。此外，公司未决诉讼涉及金额整体规模较大，存在进一步侵蚀公司利润的潜在风险。

### 评级日期

2026年6月28日

### 联系方式

项目负责人：洪焯  
hongy@cspengyuan.com

项目组成员：高榕  
gaor@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）

项目	2026.3	2025	2024	2023
总资产	19.23	18.76	18.42	18.97
归母所有者权益	8.46	8.50	7.81	8.11
总债务	6.98	6.78	7.95	8.29
营业收入	0.66	4.73	4.76	3.96
净利润	-0.05	-0.68	-0.25	-0.29
经营活动现金流净额	-0.51	0.32	0.04	-0.89
净债务/EBITDA	--	7.74	13.02	13.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.69	1.62	1.43
总债务/总资本	45.15%	44.27%	50.43%	50.54%
FFO/净债务	--	6.94%	1.78%	-0.65%
EBITDA 利润率	--	16.44%	11.65%	11.69%
总资产回报率	--	-2.08%	0.33%	-0.34%
速动比率	1.25	1.27	1.48	1.80
现金短期债务比	0.26	0.21	0.24	0.64
销售毛利率	20.00%	23.82%	27.58%	34.11%
资产负债率	55.88%	54.52%	57.55%	57.22%

注：2023年公司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

- **2025 年公司核心客户质量仍较好，电力存量市场深耕与非电水处理市场拓展同步推进。**公司长期深耕电力行业，核心客户为华能集团、华电集团、国家能源集团等大型发电企业集团和地方能源集团，客户资源较优质，且与其保持长期合作关系，2025 年公司新开拓工业水处理业务客户主要集中在电力与煤矿行业，全年新签电力行业订单 4.59 亿元与煤矿行业订单 0.87 亿元。
- **智慧运维与算力板块为公司业绩提供一定支撑。**2025 年，河钢邯钢老区退城整合项目浓盐水零排放项目（以下简称“河钢浓盐水零排放项目”）实现全年满产运维，回款稳定、收费按期落地，拉动公司经营活动现金流优化。此外，人工智能及云计算领域战略布局取得一定成效，公司自主研发的 AI 一体机已进入市场推广阶段，2025 年算力业务收入有所增长。

## 关注

- **2025 年公司经营亏损有所扩大，客户集中度仍较高，需关注非电行业业务拓展情况。**2025 年公司经营承压，净利润亏损增至 0.68 亿元。一方面传统工业水处理收入高度依赖电力行业，智慧运维与算力业务客户集中特征显著。另一方面行业竞争持续加剧，大幅挤压公司盈利空间，智能系统集成中心产能利用不足导致板块毛利进一步走低；同时应收账款信用减值、资产减值损失计提增加，固定资产折旧增加推升管理费用，多重因素叠加共同侵蚀企业利润。后续需关注电力行业需求变化对公司持续盈利能力的影响，同时需关注非电行业业务拓展进度与落地成效。
- **业务回款周期仍较长，应收账款规模增长，持续挤占营运资金。**公司与下游客户采取按进度分段收款的方式，项目收款结算周期一般为 1-3 年，同时，公司客户多为大中型国企，该类客户于结算后履行内部审批程序以及落实资金时间较长，回款存在滞后。得益于智慧运维及算力相关业务为公司提供稳定现金流，且公司继续加大催款力度，控制经营性支出，2025 年公司 FFO 和经营活动净现金流呈净流入规模有所扩大，但年末公司应收账款账面价值仍高达 6.94 亿元，应收账款周转天数维持高位。
- **短期偿债压力继续加大。**2025 年公司调整供应商结算方式，扩大银行承兑汇票使用规模，致使应付票据大幅增长，短期债务体量同步抬升，期末现金短期债务比下滑至 0.21，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。
- **需关注公司募集资金管理、法人治理改善情况及未决诉讼后续进展。**2025 年 12 月，公司及相关负责人因募集资金管理使用不规范及公司法人治理不规范受到中国证券监督管理委员会江苏监管局及上海证券交易所处罚。截至 2026 年 3 月末，公司未决诉讼涉及金额整体规模较大，如败诉，将对公司利润造成一定侵蚀。

## 未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为工业水处理设备提供商，长期深耕电力行业的同时持续向非电领域拓展，具备一定核心技术优势，2025 年新签订单规模较大，未来收入具有一定保障。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	久吾高科	中电环保	中建环能	公司
总资产	19.96	29.09	46.30	18.76
营业收入	6.33	7.16	15.88	4.73
净利润	0.74	0.84	0.17	-0.68
销售毛利率	42.33%	28.02%	24.37%	23.82%
资产负债率	32.95%	32.02%	44.92%	54.52%

注：（1）以上各指标均为 2025 年数据。

资料来源：公开资料，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	3/9
	行业&经营风险状况	3/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	弱
	经营状况	3/7		流动性状况	5/7
业务状况评估结果		3/7	财务状况评估结果		4/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
个体信用状况					<b>a</b>
外部特殊支持					<b>0</b>
主体信用等级					<b>A</b>

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
京源转债	3.33	1.68	2026-2-12	2028-8-5

## 一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金计划用于智能超导磁混凝成套装备项目、补充流动资金及偿还银行借款。2026年6月24日，公司董事会审议通过：募投项目“智能超导磁混凝成套装备项目”和“补充流动资金及偿还银行借款项目”整体结项，并将目前的节余募集资金 7,308.86 万元（实际金额以资金转出当日专户余额为准）永久补充流动资金。

## 二、 发行主体概况

2025年以来，公司名称、控股股东及实际控制人均无变化。由于本期债券部分转股，2026年3月31日，公司总股本增加至23,604.47万股，控股股东和实际控制人仍为李武林与和丽（系夫妻关系），合计持有公司18.20%股份，无股权质押情况，公司股权结构及实际控制关系见附录二。2025年8月，公司取消监事会，由公司董事会审计委员会行使监事会职权。2026年2月，张津生辞去公司董事、副总经理兼核心技术人员职务，辞任后不再担任公司任何职务，2026年5月，公司进行董事会换届选举，王宪不再担任公司董事，钱焯不再担任公司财务负责人；王淼新任公司董事、张爽新任公司董事及副总经理，赵钰倩新任公司财务负责人，其余董事、高级管理人员未发生变动。

跟踪期内，公司将人工智能和云计算业务作为战略转型方向之一，为此新设京源云智能科技（上海）有限公司（以下简称“京源云智能”），专注于算力集群的建设与运维，为客户提供涵盖高性能服务器的采购、组网与运维的全周期服务。此外，公司于2025年5月设立Jingyuan(HongKong)Limited（京源（香港）有限公司）及西安京源智能装备有限公司以进行市场开拓。“京源转债”自2023年2月13日起进入转股期，当前转股价格 6.91元/股，截至2026年6月18日，公司股票收盘价14.29元/股。

## 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，努力实现“十五五”良好开局。

## 行业环境

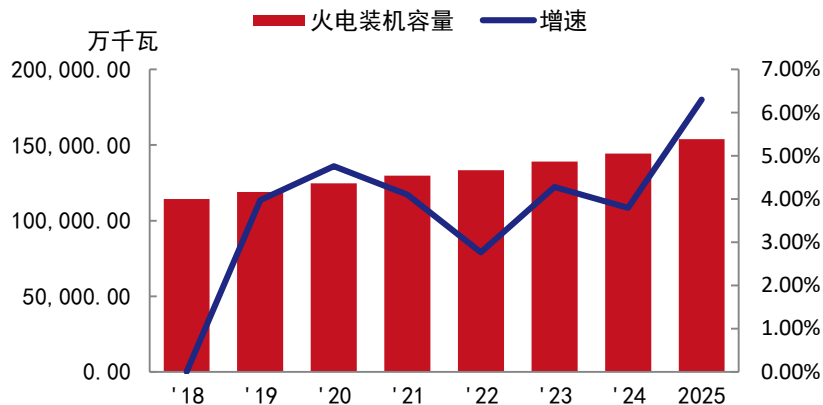
**2025年，火电装机持续增长、煤价中枢下移改善电厂盈利，叠加环保深度治理要求，火电水处理市场需求强劲；钢铁、化工等非电行业投资结构性分化，绿色低碳、污水资源化改造全面提速，工业水处理行业整体保持向好发展态势**

我国废水排放总量维持高位，水处理市场空间较大。在经济规模增长、重工业绿色转型、城市化建设持续推进下，工业用水与废水排放规模保持较大规模，在环保力度趋严、污水排放标准提升的背景下，工业污水处理行业市场空间仍较大，根据中商产业研究院预测，2028年中国工业污水处理行业市场规模将增长至 1,086.4 亿元。

工业废水治理政策的细化落地，为工业污水处理行业发展提供强力支撑。自2024年12月起，《水资源税改革试点实施办法》全面实施，工业用水前一年度用水效率达到国家用水定额先进值的纳税人，减征本年度 20% 水资源税，2025年国家出台一系列政策，推动工业废水从“达标排放”向“循环利用”和“近零排放”升级，相关政策的持续落地有效激励企业提高用水效率，加大对工业水处理技术和设备的投入，以降低水资源消耗，从而推动工业水处理行业发展。

火电投资增加带动水处理增量市场，节水改造和零排放需求逐步显现，为火电水处理市场需求提供有力支撑。火电行业的水处理市场可以分为传统新增市场、改造市场及零排放市场三部分。在传统新增市场，根据国家能源局数据，2025年火电装机容量仍保持增长趋势，截至2025年末达15.39亿千瓦，增速为6.3%，占电力总装机容量的39.55%。在环保升级和改造市场，国家加强对煤炭污染的治理，且中央、地方加大优惠信贷金融的支持，2025年，相关政策明确支持依托现役煤电污染物集中治理设施，构筑城乡生态环保平台，这为火电厂水处理设施的升级改造提供了新的政策红利。在以“零排放”为核心的深度节水与废水综合治理市场，近年来国家出台了一系列针对火电行业深度节水和废水零排放的要求和指导，火电厂正加速从单一发电主体向综合能源供应平台和环保基础设施转型，加快落实深度节水和废水零排放已成为必然选择。此外，2025年以来煤炭价格显著下跌，显著改善了火电企业盈利状况，煤价下行带来的成本改善有望进一步带动火电水处理市场需求的回升。

图1 2025年我国火电装机容量仍保持增长趋势



资料来源：国家能源局数据，中证鹏元整理

随着国内环保管控标准持续收紧、产业技改投资稳步加码，钢铁、化工等非电行业工业水处理市场具备持续增长动能。钢铁、化工、印染等高耗水、高排污行业，仍是国内工业污水治理的核心需求赛道。近年钢铁企业持续加码绿色低碳改造，水的循环利用率得到提升，外排废水中的化学需氧量也不断下降，随着改造工程进入尾声，高难废水零排放、浓盐水减量化、分盐资源化等成为刚性需求，推动行业从“达标排放”向“零排放”纵深迈进。随着环保排放标准不断提高，监管日益严格，化工行业面临的环保压力亦不断加大，2025年，随着化工园区综合整治深入推进、“退城入园”政策加速实施，化工废水处理正从分散化、简易化向集中化、深度化、资源化加速转变，化工行业水处理市场需求将持续释放。

**我国工业水处理行业参与主体众多，随着大量国资、央企通过组建环保公司或参与民营环保企业混改等方式布局环保领域，行业竞争进一步加剧，目前各细分领域存在明显的技术壁垒，行业集中度不高**

我国工业水处理行业的企业数量较多，竞争较为激烈。工业水处理应用场景覆盖广泛，细分品类丰富，涵盖给水处理、工业废污水处理、废水零排放等各类水处理成套系统。受技术储备、自身专业发展定位约束，多数业内企业仅深耕单一或少数几类水处理业务板块，行业细分赛道参与者数量多，市场竞争充分且激烈。目前大量国资、央企通过组建环保公司或参与民营环保企业混改等方式进军生态环境领域，环保行业已经进入产业集团化形态，向全国化、全产业链化的综合服务集团发展，工业水处理行业市场竞争进一步加剧。

我国工业水处理行业各细分领域存在明显的技术壁垒，同时，受环境保护公益性特征等因素影响，工业废水处理行业存在较强的地域性，因此市场集中度不高。水处理系统对企业生产经营影响重大，水处理系统出现质量问题或运行不稳定将给企业造成巨额损失，因此，客户对水处理系统的可靠性和稳定性要求较高，水处理企业竞争的关键因素体现为技术水平、工程质量和服务水平。部分企业逐渐在技术水平、工程质量和服务水平方面积累了一定优势，在若干细分市场上处于领先地位。随着国家环保执法力度的加强，在技术、质量和服务方面具有核心竞争力的企业未来有望进一步扩大市场份额，

并成为市场的主导力量，行业集中度或有所提高。

#### 四、经营与竞争

公司仍专注于工业水处理领域，依托自身核心技术，从事环保水处理专用设备的设计、咨询、系统集成、销售以及工程承包等业务，2025年公司在巩固传统工业水处理主业同时，积极拓展算力业务。当期公司实现营业收入4.73亿元，基本与上年持平，其中传统工业水处理业务合计收入规模同比有所下降，但智慧运维与算力业务收入规模大幅增长。毛利率方面，2025年工业水处理行业市场竞争持续加剧，公司盈利空间持续承压，整体销售毛利率进一步下滑。

2026年一季度，公司实现营业收入0.66亿元，同比下降12.92%，同期，公司销售毛利率20.00%，较2025年亦有所下降，需持续关注后续业绩改善情况。

**表1 收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2025年			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工业废污水处理	30,754.07	64.97%	22.54%	28,496.54	59.86%	26.09%
给水处理	3,822.12	8.07%	23.58%	14,060.46	29.53%	27.55%
算力业务	4,028.03	8.51%	54.38%	1,303.20	2.74%	45.68%
其他	8,733.09	18.45%	14.30%	3,748.92	7.87%	32.73%
<b>合计</b>	<b>47,337.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.82%</b>	<b>47,609.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.58%</b>

资料来源：公司2024-2025年年度报告，中正鹏元整理

跟踪期内，公司传统工业水处理业务持续承压，营收与毛利均有所下滑；2025年新签业务订单有所增长，对未来业绩形成一定支撑，需持续关注电力行业需求变化对公司业绩的影响及非电行业业务拓展情况

公司专注于工业水处理领域，构建了完整的系统集成和技术服务综合能力，产品覆盖水处理过程的给水处理、废污水处理和零排放处理全部三个阶段，主要包括工业废污水处理设备及系统（用于废污水处理和零排放处理阶段）和给水处理设备及系统（用于给水处理阶段），具备一定核心技术优势。我国工业水处理市场参与主体较多，竞争较为激烈，2025年，受市场环境疲软及行业竞争加剧影响，公司工业水处理业务收入及毛利率均有所下滑，全年实现业务收入3.46亿元，同比下降18.76%。

跟踪期内，公司工业水处理业务模式仍以设备及系统集成业务（EP）、工程承包业务（EPC）为主，公司产品均为根据客户实际需求设计生产的定制化产品，2025年公司各类产品产销率仍维持100%，但销售均价存在不同程度下滑。

**表2 公司主要产品销售情况（单位：万元）**

年份	产品	产量（套）	销量（套）	产销率	销售收入	平均单价
2025年	工业废污水处理设备及系统	49	49	100.00%	30,754.07	627.63

	给水处理设备及系统	8	8	100.00%	3,822.12	477.77
	<b>合计</b>	<b>57</b>	<b>57</b>	<b>100.00%</b>	<b>34,576.19</b>	<b>606.60</b>
2024年	工业废水污水处理设备及系统	45	45	100.00%	28,496.54	633.26
	给水处理设备及系统	13	13	100.00%	14,060.46	1,081.57
	<b>合计</b>	<b>58</b>	<b>58</b>	<b>100.00%</b>	<b>42,557.00</b>	<b>733.74</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司仍主要采取直销策略，通过招投标方式获取订单。公司继续深耕电力行业工业废水处理领域，同时向煤矿、化工等非电领域拓展。公司与华能集团、华电集团、国家能源集团、国家电投集团等大型发电企业集团和地方能源集团保持长期合作关系，2025年业务收入仍主要来源于电力行业，电力行业收入占工业水处理业务的比重高达95.90%。2025年公司持续推进工业水处理业务市场拓展，当期公司新签工业水处理业务订单6.02亿元，较上年显著增长，对未来业绩形成一定支撑，其中电力行业新签订单达4.59亿元，同比增长11.41%。因钢铁行业企业经营效益持续承压，导致客户回款周期延长，公司继续收缩钢铁行业订单获取规模，当期非电行业新签订单主要系煤矿、化工和市政行业贡献，其中煤矿行业新签订单0.87亿元。考虑到公司工业水处理业务客户集中度仍偏高，需持续关注电力行业需求变化及非电行业业务拓展情况。

**表3 公司工业水处理业务各行业新签订单情况（单位：亿元）**

行业	2025年		2024年	
	金额	占比	金额	占比
电力	4.59	76.21%	4.12	81.31%
钢铁	0.03	0.56%	0.14	2.79%
煤矿、化工	0.99	16.41%	0.16	3.17%
其他	0.41	6.82%	0.65	12.72%
<b>合计</b>	<b>6.02</b>	<b>100.00%</b>	<b>5.07</b>	<b>100.00%</b>

注：2024-2025年互联网行业新签订单为算力业务订单。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

采购方面，公司工业水处理业务成本主要由直接材料成本、安装施工费用及其他费用组成，2025年成本结构较为稳定，直接材料成本占比仍较高，原材料的构成主要为钢材，存在一定的原材料价格波动风险。公司与供应商结算方式未发生重大变化，供应商给予的账期稍有延长，采购集中度仍保持较低水平。

结算方面，公司对下游客户仍采取按进度分段收款的方式，签订合同时收取部分定金，设备或工程交付客户验收和调试或工程决算验收后分别收取一部分合同款，剩下的5%-10%余款作为质保金，质保期一般1-2年，项目执行中公司仍需支付履约保证金，叠加采购货款，公司仍存在一定的垫资压力。

**京源转债募投项目已完工结项，需持续关注其与智能系统集成中心后续产能利用情况；同时需关注公司自主研发的AI产品实际业务运用和市场拓展情况**

研发方面，2025年，公司持续推进研发投入以提升核心竞争力，全年研发投入金额合计0.30亿元，

同比增长7.16%，占当期营业收入的6.38%，投入重点为“环保+AI”装备、高难废水核心工艺、新污染物治理技术。截至2025年末，公司共拥有核心技术25项，当年实现核心技术产品收入2.78亿元，占营业收入的比重达58.63%。跟踪期内，公司仍积极部署“环保+AI”的战略，提高公司水处理和后期运维的智能化水平，推出垂类应用产品“小鲸水务”“知衡 AI 除磷一体机”。目前“知衡 AI 除磷一体机”进入规模推广阶段，“小鲸水务”主要处于企业自用及生态伙伴内测阶段。公司研发的AI产品未来有望通过现有客户网络加速市场渗透，提升整体业务竞争力，但需关注后续技术应用、业务拓展及收入实现情况。

项目建设与运营方面，公司智能系统集成中心自2022年末正式启用，公司逐步提升关键设备及核心部件的自主生产和集成能力，受市场环境疲软、行业竞争加剧及客户投资节奏放缓等因素影响，公司订单量不及预期，2025年产能利用率仍较低，需关注后续产能利用提升情况。跟踪期内，本期债券募投项目智能超导磁混凝成套装备项目建设持续推进，已于2026年6月12日达到预定可使用状态，满足结项条件，需持续关注后续实际收益实现情况，如产能利用情况不达预期，营收增量无法覆盖新增折旧，公司利润端承压会更为明显。

**公司运维业务稳定运营，为公司带来较为稳定现金流和营收支撑；公司持续布局算力业务，为公司营业收入和利润带来新的增长点，但目前客户、供应商较为集中，仍需关注后续业务拓展与资本支出情况**

公司自营项目河钢浓盐水零排放项目于2024年10月完工转入运营阶段，公司按月收取运维服务费。2025年全年满产运行，实现运维收入6,534.36万元，回款质量良好，因公司进行部分配套设施建设，当期业务毛利率有所下降。根据协议中项目回报机制的规定，保底水量测算合同金额为4.4亿元左右，运营期为6年，未来数年该项目将持续为公司带来较为稳定的收入及现金流，公司正在积极寻求开拓同类型项目。

2024年以来，公司投资成立南通京源云计算科技有限公司、京源云智能，将人工智能、云计算业务方向作为战略转型方向，推动环保技术与AI技术融合，提升公司业务竞争力，2025年公司算力业务持续拓展，业务体量显著增长，毛利率水平较高。目前公司算力业务主要包括基于自持算力的云计算服务、基于自主团队的IDC运维和算力集群系统集成<sup>1</sup>三种运营模式，2025年公司实现2,607.27万元算力租赁收入、713.63万元IDC运维收入和723.49万元算力服务器贸易收入。2025年公司所签3.65亿元的算力集群建设项目承包合同已终止<sup>2</sup>，公司算力业务业绩预期因此大幅下降。目前公司算力租赁主要客户为蓝耘科技集团股份有限公司，算力服务器贸易主要客户为上海仪电集团，供应商主要为联合利丰供应链股份有限公司和四川云时代供应链管理有限公司。目前公司算力业务客户、供应商均较为集中，且后续仍存在

<sup>1</sup> 公司算力集群系统集成主要系算力服务器的贸易，营业收入按照净额法计算。

<sup>2</sup> 中证鹏元已于2025年10月17日出具关注公告（中证鹏元公告【2025】511号）。

一定资本性支出需求，需关注后续业务拓展情况和实际收益实现情况。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

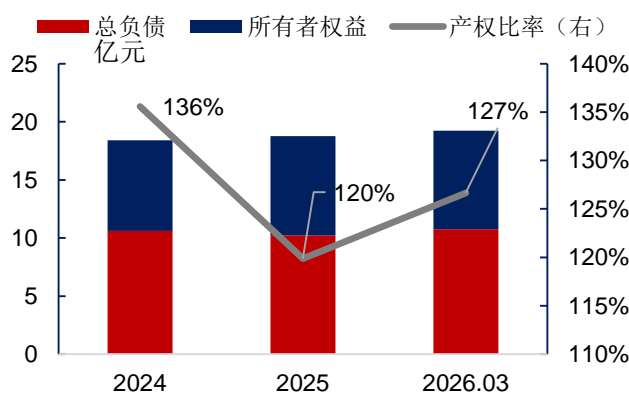
以下分析基于公司提供的经北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024-2025年审计报告及2026年1-3月未经审计的财务报表。

2025年京源转债大规模转股使得公司资本结构有所优化，下游国企客户回款放缓继续推升应收账款规模，对公司营运资金形成较大占用，且公司短期偿债指标仍较弱；受市场环境疲软及行业竞争加剧影响，公司盈利空间受到挤压，叠加应收账款信用减值损失、资产减值损失增长等因素，2025年公司净利润亏损有所扩大

### 资本实力与资产质量

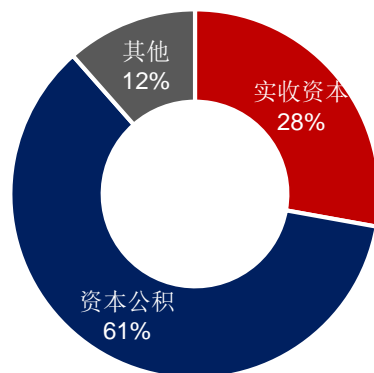
随着京源转债持续转股，2025年以来公司所有者权益规模有所增长，总负债规模小幅波动，综合影响下，公司产权比率波动下降，所有者权益对负债的保障程度有所提高。2025年末公司资产规模同比小幅增长，流动资产比重进一步增长。公司客户以国有大中型企业为主，其内部审批、资金拨付流程冗长，致使公司应收账款实际回款周期长于合同约定，对公司营运资金形成占用，2025年公司下游回款趋缓带动应收账款小幅增加，坏账损失同比大幅增长，应收账款周转天数仍保持高位，需持续留意应收账款回收风险。资本开支端，2025年京源转债募投项目建设稳步推进、在建工程持续增加，部分设备完工转固，叠加折旧额增长，期末固定资产小幅回落；公司依合同约定统筹采购与投料，2025年末预付款项有所减少而库存商品增加，2026年3月末随着业务扩张、在手订单提升，预付支出大幅增长。截至2025年末，公司因借款抵押等因素使用受限的资产比重较小。

图2 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

图3 2026年3月末公司所有者权益构成



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

表4 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	1.41	7.32%	1.17	6.24%	0.95	5.18%
应收账款	6.56	34.14%	6.94	37.02%	6.44	34.95%
预付款项	1.39	7.26%	0.56	2.97%	0.63	3.41%
存货	1.70	8.85%	1.75	9.35%	1.53	8.32%
<b>流动资产合计</b>	<b>11.91</b>	<b>61.93%</b>	<b>11.31</b>	<b>60.27%</b>	<b>10.59</b>	<b>57.49%</b>
固定资产	6.06	31.52%	6.26	33.37%	6.81	36.98%
在建工程	0.26	1.37%	0.21	1.14%	0.02	0.09%
<b>非流动资产合计</b>	<b>7.32</b>	<b>38.07%</b>	<b>7.45</b>	<b>39.73%</b>	<b>7.83</b>	<b>42.51%</b>
<b>资产总计</b>	<b>19.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.42</b>	<b>100.00%</b>

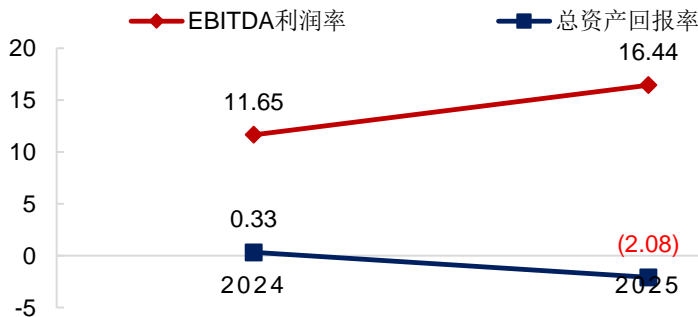
资料来源：公司 2024-2025 年审计报告及未经审计的 2026 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 盈利能力

2025年，受市场环境疲软及行业竞争加剧影响，公司盈利空间受到挤压，毛利润有所下降；此外，公司下游客户回款进度放缓，当期计提的应收账款信用减值损失显著增加，固定资产折旧增长带来管理费用上升，综合影响下，2025年公司净利润亏损0.68亿元，亏损幅度有所扩大，当期公司总资产回报率下降至-2.08%。当期公司期间费用率为32.52%，基本与上年持平，仍处于较高水平。2025年EBITDA同比小幅提升，EBITDA利润率有所提升。

公司河钢浓盐水零排放项目运维及算力业务对公司营业收入和利润贡献较大，2025年公司营业收入规模基本与上年持平。根据相关合同约定，公司未来数年可稳定获得一定规模的运维收入。此外，公司持续加大传统水处理业务市场拓展力度，跟踪期内中标大额电力及矿井水处理单体项目，截至2026年3月末，公司在手存量订单较为充足，可为公司2026年收入提供一定支撑。

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

跟踪期内，随着部分债务到期偿还及京源转债较大规模的债转股，公司债务规模波动下降，截至

2026年3月末，总债务中京源转债和银行借款占比较高，仍需关注京源转债后续转股情况。从债务期限结构来看，跟踪期内，短期债务系公司主要的融资增量，2025年公司在手订单持续增加，经营性应付款项相应增长，为优化资金使用效率、缓解阶段性现金流压力，公司对主要供应商加大银行承兑汇票结算力度，应付票据规模因此大幅增长，截至2026年3月末，短期债务占总债务的比重增至64.55%，公司仍面临一定短期债务偿付压力。

**表5 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	2.99	27.83%	2.76	26.99%	2.82	26.60%
应付票据	1.13	10.53%	0.93	9.08%	0.28	2.61%
应付账款	1.91	17.78%	2.67	26.12%	2.05	19.31%
其他应付款	1.28	11.92%	0.38	3.67%	0.09	0.89%
一年内到期的非流动负债	0.38	3.58%	0.52	5.05%	0.55	5.21%
<b>流动负债合计</b>	<b>8.17</b>	<b>76.01%</b>	<b>7.55</b>	<b>73.80%</b>	<b>6.10</b>	<b>57.59%</b>
长期借款	0.76	7.06%	0.86	8.45%	1.14	10.72%
应付债券	1.70	15.85%	1.69	16.54%	3.17	29.89%
<b>非流动负债合计</b>	<b>2.58</b>	<b>23.99%</b>	<b>2.68</b>	<b>26.20%</b>	<b>4.50</b>	<b>42.41%</b>
<b>负债合计</b>	<b>10.74</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.23</b>	<b>100.00%</b>	<b>10.60</b>	<b>100.00%</b>
总债务	6.98	64.98%	6.78	66.27%	7.95	75.04%
其中：短期债务	4.51	64.55%	4.20	62.05%	3.65	45.88%
长期债务	2.48	35.45%	2.57	37.95%	4.31	54.12%

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，得益于河钢浓盐水零排放项目运维及算力相关业务为公司提供稳定现金流，且公司继续加大催款力度，控制经营性支出，公司经营活动现金流净额和FFO指标均持续改善。2025年公司在建项目接近尾声，资本性支出有所减少，公司投资活动现金流净流出规模显著下降。但考虑到，公司有购买算力服务器对外提供算力服务的计划，仍存在一定外部融资需求。

跟踪期，随着债务规模下降，公司整体杠杆水平有所下降。但随着短期债务规模增长，速动比率有所下降，现金短期债务比仍处于较低水平，公司流动性状况整体有所弱化，面临的短期债务偿付压力有所加大。截至2026年3月末，公司未使用的银行授信额度为1.29亿元，备用流动性不足。

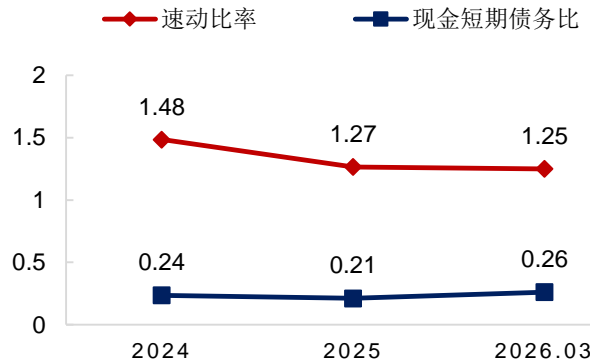
**表6 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2026年3月	2025年	2024年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.51	0.32	0.04
FFO（亿元）	--	0.42	0.13
资产负债率	55.88%	54.52%	57.55%
净债务/EBITDA	--	7.74	13.02
EBITDA 利息保障倍数	--	2.69	1.62

总债务/总资本	45.15%	44.27%	50.43%
FFO/净债务	--	6.94%	1.78%
经营活动现金流净额/净债务	-8.73%	5.33%	0.53%
自由现金流/净债务	-11.83%	0.00%	-19.73%

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

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

2025年12月，公司及相关负责人因募集资金管理使用不规范及公司法人治理不规范受到监管处罚，已及时进行整改，上述事项暂未对公司持续经营和信用水平产生重大负面影响

2025年12月，公司及相关责任人收到中国证券监督管理委员会江苏监管局（以下简称“江苏证监局”）出具的《关于对江苏京源环保股份有限公司采取责令改正措施并对李武林、季献华、苏海娟、钱焯采取出具警示函措施的决定》（【2025】220号）（以下简称“《警示函》”）及上海证券交易所出具的《关于对江苏京源环保股份有限公司及有关责任人予以监管警示的决定》（上证科创公监函【2025】0064号）（以下简称“监管函”）。公司存在以下违规行为：一是违规使用募集资金支付非募投资项目费用，也未在募集资金专项报告等公告中如实披露，导致公司信息披露不准确；二是公司在 2024 年年度报告中披露，公司法人治理的实际状况符合《上市公司治理准则》等相关规范的要求，该表述与江苏证监局检查发现公司对广东华迪新能源环保投资有限公司的管控违反《上市公司治理准则》的事实不符。<sup>3</sup>北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）亦因上述事项出具带有强调事项的《江苏京源环保股份有限公司内部控制审计报告》。考虑到公司已及时整改，积极消除违规行为影响，上述事项暂未对公司

<sup>3</sup> 中证鹏元已于 2025 年 12 月 31 日出具关注公告（中证鹏元公告【2025】614 号）。

经营、治理管理、财务及信用状况产生重大不利影响。

### 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6月3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28日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

### 或有事项分析

跟踪期内，公司仍存在多起未决诉讼。根据2024年9月发布的《关于公司提起诉讼的公告》和《关于公司涉及诉讼的公告》，公司与陕西鼓风机（集团）有限公司（以下简称“陕鼓集团”）及其子公司天津陕鼓新能源开发有限公司（以下简称“陕鼓新能源”）就天津荣程联合钢铁集团有限公司工业废水处理回用零排放项目存在合同纠纷，公司主张项目已竣工验收并投入运营，陕鼓集团和陕鼓新能源需支付剩余确定范围项0.23亿元、预备费0.10亿元、增项工程款0.13亿元及利息费，合计金额0.47亿元；陕鼓集团主张该项目存在质量问题、不符合原设计要求等情况，公司需赔偿维修整改款、工期考核款和预期可得利益损失，合计金额0.56亿元。目前上述案件尚在一审审理中，公司已对陕鼓新能源的应收账款计提坏账准备0.16亿元，0.13亿元的增项工程款因尚未签订相关协议而未实现营收。

2024年11月，公司就与赛鼎工程有限公司（以下简称“赛鼎工程”）的建设工程合同纠纷提起诉讼，主张公司分包的榆神工业区清水工业园污水预处理厂项目工程已竣工验收，赛鼎工程需支付剩余工程款及利息0.19亿元，目前案件已发回一审重审。公司已对赛鼎工程的应收账款计提坏账准备387.01万元。

公司未决诉讼涉及金额整体规模较大，如败诉，将对公司利润造成一定侵蚀，需持续关注后续进展及诉讼结果。

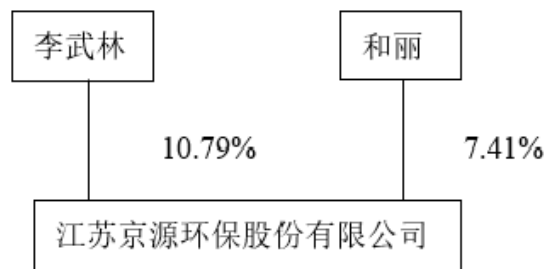
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2026年3月	2025年	2024年	2023年
货币资金	1.41	1.17	0.95	1.80
应收账款	6.56	6.94	6.44	6.29
流动资产合计	11.91	11.31	10.59	12.68
固定资产	6.06	6.26	6.81	3.06
非流动资产合计	7.32	7.45	7.83	6.29
资产总计	19.23	18.76	18.42	18.97
短期借款	2.99	2.76	2.82	2.42
应付票据	1.13	0.93	0.28	1.15
应付账款	1.91	2.67	2.05	1.89
其他应付款	1.28	0.38	0.09	0.13
一年内到期的非流动负债	0.38	0.52	0.55	0.13
流动负债合计	8.17	7.55	6.10	6.04
长期借款	0.76	0.86	1.14	1.59
应付债券	1.70	1.69	3.17	2.99
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	2.58	2.68	4.50	4.82
负债合计	10.74	10.23	10.60	10.86
总债务	6.98	6.78	7.95	8.29
其中：短期债务	4.51	4.20	3.65	3.71
长期债务	2.48	2.57	4.31	4.58
所有者权益	8.48	8.53	7.82	8.12
营业收入	0.66	4.73	4.76	3.96
营业利润	-0.04	-0.67	-0.28	-0.38
净利润	-0.05	-0.68	-0.25	-0.29
经营活动产生的现金流量净额	-0.51	0.32	0.04	-0.89
投资活动产生的现金流量净额	-0.18	-0.32	-1.48	-0.65
筹资活动产生的现金流量净额	0.84	-0.25	0.57	1.33
财务指标	2026年3月	2025年	2024年	2023年
EBITDA（亿元）	--	0.78	0.55	0.46
FFO（亿元）	--	0.42	0.13	-0.04
净债务（亿元）	5.83	6.03	7.22	6.03
销售毛利率	20.00%	23.82%	27.58%	34.11%
EBITDA 利润率	--	16.44%	11.65%	11.69%
总资产回报率	--	-2.08%	0.33%	-0.34%
资产负债率	55.88%	54.52%	57.55%	57.22%
净债务/EBITDA	--	7.74	13.02	13.03
EBITDA 利息保障倍数	--	2.69	1.62	1.43

总债务/总资本	45.15%	44.27%	50.43%	50.54%
FFO/净债务	--	6.94%	1.78%	-0.65%
经营活动现金流净额/净债务	-8.73%	5.33%	0.53%	-14.67%
速动比率	1.25	1.27	1.48	1.80
现金短期债务比	0.26	0.21	0.24	0.64

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：公开资料，中证鹏元整理

### 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