



# 上海璞泰来新能源科技股份有限公司2024 年主体信用评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

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

## 上海璞泰来新能源科技股份有限公司2024年主体信用评级报告

## 评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
评级日期	2024-8-8

## 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：上海璞泰来新能源科技股份有限公司（以下简称“璞泰来”或“公司”，股票代码：603659.SH）所处锂电池行业中长期增长空间仍较好，公司业务持续性较好，公司主要产品具有较强的技术优势和竞争力，且市场份额领先，公司聚焦锂电池上游关键材料及自动化设备，持续推进产业链一体化布局，产品线具备业务协同优势；但中证鹏元也关注到，公司在建、拟建项目投资规模较大，面临较大的资本开支压力，当前下游电池厂商阶段性去库存背景下，新增产能存在消纳风险，公司债务规模持续扩张，下游销售集中度较高，且面临一定存货跌价风险。

## 联系方式

项目负责人：范俊根  
fanjg@cspengyuan.com

项目组成员：薛超  
xuéc@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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	418.79	436.75	356.97	214.50
归母所有者权益	182.41	177.74	134.57	104.87
总债务	120.30	140.48	100.39	42.55
营业收入	30.34	153.40	154.64	89.96
净利润	5.07	21.37	33.24	17.83
经营活动现金流净额	-13.60	11.18	12.23	17.25
净债务/EBITDA	--	0.80	0.52	-0.43
EBITDA 利息保障倍数	--	13.59	25.71	29.54
总债务/总资本	38.45%	42.86%	41.82%	28.51%
FFO/净债务	--	88.52%	147.47%	-189.38%
EBITDA 利润率	--	26.01%	27.81%	27.29%
总资产回报率	--	6.56%	13.38%	11.76%
速动比率	0.85	0.84	0.76	0.90
现金短期债务比	1.18	1.11	1.15	1.70
销售毛利率	31.35%	32.94%	35.66%	35.65%
资产负债率	54.01%	57.11%	60.87%	50.26%

注：2021年公司净债务为负，使得净债务/EBITDA、FFO/净债务指标为负  
资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **锂电池行业中长期仍有增长空间，公司业务持续性较好。**伴随全球动力及储能电池市场持续增长，2023 年公司实现营业收入 153.40 亿元，主要产品产销量持续增长，公司经营业绩保持稳定；受全球动力及储能电池需求驱动，锂电池市场中长期仍有增长空间，公司与全球主要锂电池厂商保持稳定合作关系，业务持续性较好。
- **公司主要产品具有较强的技术实力和竞争力，市场份额领先。**2021-2023 年公司负极材料出货量居行业前三名，具有较强竞争力；隔膜与锂电设备领域，公司为国内最大的独立涂覆隔膜加工商，且 2021-2023 年锂电涂布机销售规模领先，锂电设备业务持续增长，在细分领域具有较强竞争力。
- **公司持续推进产业一体化布局，发挥业务协同优势。**公司聚焦锂电池上游关键材料及自动化设备，进行产业链一体化布局，近年公司持续推进负极材料及隔膜一体化产能建设，其中基膜、隔膜涂覆及涂覆材料领域一体化优势显著，盈利能力较强，锂电设备在巩固前段涂布机市场优势同时，实现中后段设备批量交付。
- **近年资本实力显著增强。**受益于非公开发行股票、可转债转股及经营盈余利润不断积累，公司资本实力显著增强，其中 2023 年 11 月公司非公开发行股票募资 28.15 亿元。

## 关注

- **公司处于产能扩张期，仍面临较大资本开支压力和产能消化风险。**公司负极材料、石墨化、涂覆隔膜等产品处于产能扩张期，近年持续进行大规模的资本性投入，2023 年末公司在建、拟建项目尚需投资超 160 亿元，未来主要资本性支出仍需依赖筹资活动，面临较大资金支出压力；此外，2023 年以来，下游电池厂商阶段性去库存背景下，负极材料供需阶段性错配，公司新增产能存在较大消纳风险，同时负极材料销售单价的下滑亦对负极材料生产企业成本控制提出了更高要求。
- **公司债务规模持续扩张。**业务规模扩大及持续的产能扩张，使得公司资金需求增加，为弥补产能扩张资金缺口，公司近年总债务规模扩大，2023 年末达 140.48 亿元，且短期债务占比高。
- **公司客户集中度较高。**2023 年公司前五大客户合计销售额占营业收入比重在 70% 左右，其中公司第一大客户收入比重占 40% 左右，若外部市场、技术需求发生变化，或该客户自身经营状况、采购政策变化，公司经营业绩可能受到冲击，公司存在对单一客户依赖度较高的风险。
- **公司面临一定存货跌价风险。**公司主要产品中直接材料、加工费在生产成本中占比较高，2023 年以来，负极材料用针状焦及石墨化加工价格均回落明显，负极材料价格亦下行，2023 年公司计提存货跌价损失 10.50 亿元，未来仍需关注公司存货跌价风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司所处锂电池行业市场发展空间较好，产业一体化布局为公司带来业务协同优势，且公司经营风险和财务风险整体可控。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	璞泰来	杉杉股份	恩捷股份	贝特瑞
总资产	436.75	484.75	472.01	293.85
营业收入	153.40	190.70	120.42	251.19
归属于母公司股东的净利润	19.12	7.65	25.27	16.54
销售毛利率	32.94%	16.22%	37.43%	17.66%
资产负债率	57.12%	51.33%	39.23%	53.21%

注：以上各指标均为 2023 年/2023 年末数据  
 资料来源：Iifind，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_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	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	5/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		9/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aa+</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA+</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa+，反映了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。

## 一、主体概况

公司前身为上海璞泰来新材料技术有限公司，成立于2012年11月，初始注册资本为10,000万元，由梁丰和陈卫分别货币出资7,000万元和3,000万元，占注册资本70%和30%。后经历多次增资，2015年9月末公司注册资本与实收资本增至33,260万元。2015年11月，公司整体变更设立股份公司，并变更为现名。

2017年11月公司在上海证券交易所上市，实际募资9.99亿元，2020年1月公司通过发行“璞泰转债”募资8.65亿元（“璞泰转债”于2020年12月退市摘牌，其中8.51亿元转股），同年11月公司非公开发行股票募资（扣除发行费用后，实际募资净额为45.87亿元）；2023年10月公司完成非公开发行股票募资（扣除发行费用后，实际募资净额为28.15亿元），公司历经可转债转股、非公开发行股票与资本公积转增股本等事项后，2024年3月末公司总股本为21.38亿元；自然人梁丰直接持有公司24.86%股份，由梁丰担任执行事务合伙人的宁波阔能创业投资合伙企业（有限合伙）持有公司9.35%股份，由梁丰配偶邵晓梅担任执行事务合伙人的宁波胜越创业投资合伙企业（有限合伙）持有公司10.77%股份，梁丰及其一致行动人直接及间接控制公司表决权合计44.98%，为公司控股股东与实际控制人。截至2024年3月末，公司股权结构如附录二所示，公司前五大股东明细如表1所示。

**表1 截至 2024 年 3 月末公司前五大股东明细（单位：股）**

股东名称	持股数量	持股比例
梁丰	531,510,881	24.86%
宁波胜越创业投资合伙企业（有限合伙）	230,261,325	10.77%
宁波阔能创业投资合伙企业（有限合伙）	199,799,546	9.35%
陈卫	175,942,165	8.23%
香港中央结算有限公司	126,421,300	5.91%
<b>合计</b>	<b>1,263,935,217</b>	<b>59.12%</b>

资料来源：公司2024年第一季度报告，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司前十大股东已质押股权合计30,259.53万股，占总股本的14.15%，其中梁丰已质押的股权为23,438.73万股，占总股本的10.96%，宁波胜越创业投资合伙企业（有限合伙）已质押的股权为6,820.80万股，占总股本的3.19%。

公司成立后新设江西紫宸科技有限公司（以下简称“江西紫宸”），从事负极材料的生产和销售，此后通过内延外购陆续扩展业务布局，2013年公司新设深圳市新嘉拓自动化技术有限公司（以下简称“深圳新嘉拓”）布局锂电设备领域，2014年公司收购东莞市卓高电子科技有限公司（以下简称“东莞卓高”）、新设立浙江极盾新材料科技有限公司（以下简称“浙江极盾”）布局隔膜涂覆与纳米氧化铝业务，进入隔膜涂覆与涂覆材料领域，2017年通过增资控股山东兴丰新能源科技有限公司（以下简称“山东兴丰”）51%股权，布局石墨化加工业务，2021年公司向乳源东阳光氟树脂有限公司（以下简称“东阳光氟树脂”）增资，并控股东阳光氟树脂布局PVDF业务；2020-2021年，公司相继设立四川卓勤

新材料科技有限公司、四川紫宸科技有限公司、四川嘉拓智能设备有限公司，于四川邛崃布局基膜生产与隔膜涂覆加工、负极材料一体化生产基地。通过聚焦锂电池上游关键材料及自动化设备，公司进行锂电产业链一体化布局，目前主要产品包括锂电池负极材料及石墨化加工、自动化装备、涂覆隔膜、PVDF及粘结剂、铝塑包装膜、纳米氧化铝及勃姆石、复合集流体等，产品主要用于锂电池的生产，并广泛应用于新能源汽车、消费电子、储能等多个终端领域。公司根据业务布局，设立负极材料及石墨化、膜材料及涂覆、自动化装备三大事业部。

图 1 截至 2023 年末公司业务布局



注：枣庄振兴炭材科技有限公司（振兴炭材）为公司合营公司（公司持股 38.62%），主要从事负极材料原材料针状焦的生产、研发及销售；四川茵地乐材料科技集团有限公司（四川茵地乐）为公司联营公司（公司持股 26.00%），主要从事适用于负极材料、隔膜与粉体材料的粘结剂产品的生产、研发和销售；浙江利科新材料科技有限公司（浙江利科）为公司联营公司（公司持股 40%），为公司与合作方安徽利科新材料科技有限公司共同设立；东阳光氟树脂、海南璞晶、嘉拓智能、吉林紫宸均为公司控股子公司，嘉拓日晟为嘉拓智能控股子公司，无锡嘉拓为嘉拓日晟全资子公司，2023 年 11 月公司收购并增资江苏高远膜材料科技有限公司，以加强复合集流体领域业务协同，根据实缴出资进度，于 2024 年纳入公司合并报表。

资料来源：公司提供

截至2024年3月末，公司纳入公司合并报表范围的子公司40家，详见附录四，其中江西紫宸、宁德卓高新材料科技有限公司（以下简称“宁德卓高”）资产及收入体量较大。

表2 江西紫宸、宁德卓高 2023 年主要财务指标（单位：万元）

名称	主营业务	总资产	净资产	营业收入	净利润
江西紫宸	负极材料	798,874.97	262,207.90	669,465.02	-21,608.27
宁德卓高	涂覆隔膜	315,819.48	156,127.61	275,640.28	69,875.05

资料来源：公司2023年年度报告

## 二、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

### 行业环境

**受全球动力及储能电池需求驱动，下游锂电池市场中长期仍有较好增长空间，2023 年国内动力电池面临阶段性供需错配压力，电池厂商普遍进入去库存阶段，出口配套及海外政策限制使得锂电企业**

产能出海需求日益迫切；消费电子市场需求逐步复苏；负极材料及隔膜领域，行业集中度仍较高，市场格局较为稳定

锂电池根据应用场景可分为动力、储能和消费电子三类。

动力电池领域，根据 CleanTechnica 统计数据，2023 年全球新能源汽车销售突破 1,360 万辆，市场渗透率达 16%，根据 IEA 最新预测，预计 2030 年全球电动汽车销量可达 4,000 万辆，渗透率增至 35%，未来几年全球新能源汽车市场仍具有较好成长空间，推动全球动力电池市场持续增长。2023 年我国新能源车销量为 949.5 万辆，同比增长 37.9%，2024 年 1-5 月我国新能源车累计零售量达 807.3 万辆，同比上涨 5.7%；根据 EVTank 数据显示，2023 年国内动力电池出货量达 616.3GWh，同比增长 32.4%，其中装车量达 387.7GWh；根据中国汽车动力电池产业创新联盟发布数据，2024 年 1-5 月，我国动力和其他电池累计销量为 310.4GWh，累计同比增长 37.4%，其中动力电池和其他电池销量占比分别为 80.2% 和 19.8%。2023 年汽车整车行业和动力电池行业均呈现阶段性供过于求局面，以龙头企业宁德时代为例，其产能利用率由 2022 年的 83.4% 跌至 2023 年的 70.47%，电池厂商为管控经营风险纷纷进入降库存阶段。此外，GGII 数据显示，2023 年中国新能源汽车出口仍然保持强劲，2023 年累计出口达 120.3 万辆，同比增长 77.6%，其中欧洲、拉美与东南亚地区为中国新能源汽车与动力电池的主要出口承接地，但受欧盟电池法规碳足迹监管要求，以及美国通胀削减法案等政策影响，德国等欧洲国家 2023 年补贴政策退坡等因素影响，锂电企业产能出海需求日益迫切。

储能电池领域，根据 EVTank 统计数据，2023 全球储能电池出货量达到 224.2GWh，同比增长 40.74%，增速有所放缓，其中我国储能电池出货量为 203.8GWh，约占全球储能电池出货量的 92%；根据 EVtank 《中国锂离子电池行业发展白皮书》预测，到 2030 年，我国储能电池出货量有望达到 1.29TWh，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。

消费类锂电池主要应用于 3C 消费电子产品领域，其中手机、电脑、数码相机等传统电子产品为主要应用领域，根据 IDC 数据，2023 年全球智能手机出货量约 11.7 亿台，同比下降 3.2%；传统类 PC 出货量为 2.956 亿台，较去年同期下降约 13.9%；伴随华为 Mate60 系列、IPHONE15 等消费电子新品发布催生的“更新换代潮”，2023 年四季度全球智能手机出货量达到 3.261 亿部，同期增长约 8.5%，终止了连续七个季度的下滑，2024 年一季度，全球智能手机出货量达到 2.894 亿部，同比增长 7.8%。

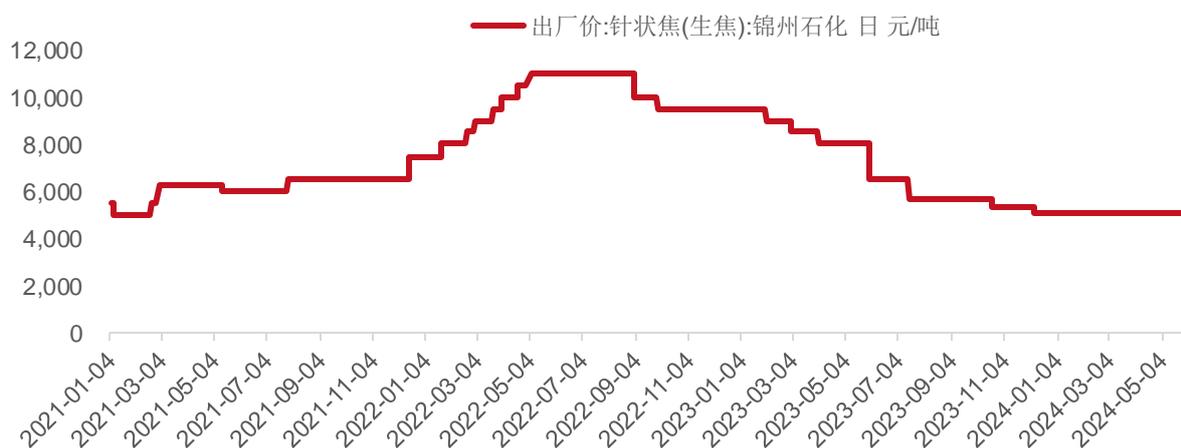
根据鑫椏资讯统计，2023 年全球锂电负极材料出货量为 176.21 万吨，同比增长约 20%，其中中国锂电负极材料全球市占率达 97.3%，行业集中度较高，2023 年 CR6 占比 74.3%，CR3 占比为 48.5%，均较上年微增，市场格局相对稳定，贝特瑞、杉杉股份、璞泰来稳定为行业前三。根据 EVTank 统计，2023 年中国锂电池隔膜出货量 176.9 亿平方米，同比增长 32.8%，其中湿法隔膜出货量占比为 73.2%，仍为市场主流；出货量市占率前五分别为恩捷股份、星源材质、中材科技、金力股份、中兴新材，市场格局整体较为稳定；隔膜涂覆加工细分领域，璞泰来 2023 年涂覆隔膜及加工量占同期国内湿法隔膜出货

量占比超过 40%，市场份额领先。锂电设备领域，据 GGII 调研统计，2022 年中国锂电生产设备市场规模已达 1,000 亿元，同比增长 70%，受新增产能结构性调整及海外市场需求带动，2023-2025 年国内锂电生产设备市场规模将稳定在千亿以上；因产品高低端定位并存、种类多样等原因，相比锂电产业链其他产品，锂电设备行业集中度较为分散，2022 年中国锂电设备企业 CR8 仅为 35%；短期来看，动力电池厂大幅扩产带来的结构性供需失衡问题，海外扩产较为理性，未来海外动力电池厂的扩产将有望进一步加速，具备全球竞争力的中国设备商海外市场拥有较大上升空间。

**下游电池厂商阶段性去库存背景下，2023 年以来，负极材料用针状焦及石墨化加工价格均回落明显，负极材料价格亦下行，负极材料销售单价的下滑对负极材料生产企业成本控制提出了更高的要求，负极材料生产商普遍盈利承压**

2021 年锂电池市场需求旺盛带动上游负极人造石墨出货量，导致负极石墨化加工需求大幅增长，同时受环保和限电等政策影响，负极石墨化产能释放及扩张均不及预期，负极石墨化短期供需缺口加剧，负极石墨化加工费用从 2021 年初的 1.3-1.5 万元/吨上升至 2022 年 8 月的 2.4-2.8 万元/吨；2022 年下半年开始，石墨化加工厂商扩产产能集中释放，且国内负极材料头部厂商均布局石墨化产能，石墨化加工自给率不断提升，2022 年下半年以来石墨化加工费水平回落明显，根据百川盈孚数据，2024 年 5 月锂电负极石墨化代加工费用继续低位持稳，价格保持 8000-10000 元/吨，预计短期内石墨化市场供需错配现象难以改观。伴随下游负极材料需求弱化，2022 年下半年以来国产锂电负极材料针状焦（生焦）价格下滑趋势明显。

**图 2 2022 年下半年以来国产锂电负极材料针状焦价格下滑趋势明显**



资料来源：Ifind，中证鹏元整理

2023 年以来，国内新能源汽车销量同比增速放缓，汽车整车行业和动力电池行业均呈现阶段性供需错配情况，下游电池企业普遍采取阶段性的去库存或低库存策略，负极材料行业整体需求不及预期，叠加上游焦类原材料价格下降、石墨化加工价格下调以及行业产能释放加剧竞争等多因素，负极材料价格整体下行。

当前锂电负极材料市场整体供应充足，且主要厂商新建扩建负极项目持续推进并陆续投产，市场竞争愈加激烈，同时，在降本趋势驱动下，下游电池厂商对负极材料等锂电材料的采购成本控制预计将愈发严格，对负极材料生产企业的成本控制也提出了更高的要求，2023年负极材料主要生产商普遍盈利承压。

**图 3 2023 年以来国产人造石墨负极材料价格整体下行**



资料来源: Ifind, 中证鹏元整理

### 三、经营与竞争

公司系国内主要的锂电池关键材料及自动化工艺设备生产商，公司主要产品市场份额较稳固，具有较强的竞争力；公司围绕锂电池关键材料及自动化工艺设备全面布局，产品种类较齐全，具有产业协同优势，近年公司收入规模整体保持增长，但受行业供需错配以及下游锂电池厂商阶段性去库存影响，2023年公司负极材料产品盈利有所承压

公司主要从事锂电池关键材料及自动化工艺设备的研发、生产和销售，2023年全球锂电池需求增速放缓，锂电池各细分业务市场面临阶段性供需错配压力，但受益于公司产业链布局和多元化的产品组合、综合服务能力，2022-2023年公司营业收入规模整体保持稳定；从收入结构看，负极材料、膜产品及涂覆加工、锂电设备近年为公司前三大收入来源，下游锂电池行业降库存背景下，负极材料供需阶段性错配，2023年公司负极材料及石墨化加工业务面临产能消纳及价格下行压力，收入规模及占比均有所下滑；而受益于前期在手订单的持续履约，以及中后段设备逐步放量交付，公司锂电设备业务收入增长较快，且收入占比提升较大；依托产业链协同及规模优势，膜产品及涂覆加工业务收入规模稳定增长，PVDF

产品收入规模下滑主要系原材料及产品售价下滑幅度较大所致。

毛利率方面，近年公司主营业务毛利润主要来源于膜产品及涂覆加工、负极材料、锂电设备，同时PVDF等业务持续对公司利润形成有益补充。面对负极材料行业阶段性供需错配及价格下行的压力，2023年前期高成本的库存消纳对公司带来较大成本压力，同时高性价比的动力及储能产品放量，亦使得公司负极材料业务毛利率承压；受益于产能领先优势、产业链协同以及成本控制能力，当期公司隔膜及涂覆加工业务毛利率近年保持较高水平，锂电设备毛利率整体保持稳定；综合影响下，2023年公司销售毛利率下滑至32.94%。

**表3 公司近年营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
负极材料及石墨化	66.11	43.09%	14.99%	78.71	50.90%	29.48%	53.10	59.03%	34.89%
膜产品及涂覆加工	48.16	31.39%	52.08%	38.95	25.19%	44.23%	23.36	25.97%	39.18%
锂电设备	35.92	23.41%	23.87%	24.01	15.53%	26.81%	13.68	15.20%	22.71%
PVDF	10.21	6.66%	50.69%	18.34	11.86%	35.66%	4.47	4.97%	28.24%
产业投资贸易管理及其他	10.63	6.93%	19.49%	16.63	10.76%	19.23%	1.93	2.14%	37.90%
合并抵消项	-18.98	-12.37%	--	-22.48	-14.54%	--	-6.82	-7.58%	--
主营业务收入小计	<b>152.05</b>	<b>99.12%</b>	<b>33.14%</b>	<b>154.17</b>	<b>99.69%</b>	<b>35.58%</b>	<b>89.72</b>	<b>99.74%</b>	<b>35.54%</b>
其他业务收入小计	<b>1.35</b>	<b>0.88%</b>	<b>10.10%</b>	<b>0.47</b>	<b>0.31%</b>	<b>60.53%</b>	<b>0.24</b>	<b>0.26%</b>	<b>76.83%</b>
合计	<b>153.40</b>	<b>100.00%</b>	<b>32.94%</b>	<b>154.64</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.66%</b>	<b>89.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.65%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司持续围绕锂电池关键材料及自动化工艺设备打造产业闭环，产品种类较为齐全，且具有较强的技术优势和竞争力，在市场份额方面为领导者之一。

公司持续围绕锂电池关键材料及自动化工艺设备构建平台型企业，形成产业协同，通过纵向一体化战略构建负极材料产业链和涂覆隔膜产业闭环，通过横向战略扩张拓展自动化装备业务领域的产品线，主要产品包括负极材料、基膜及涂覆隔膜、PVDF及粘结剂、锂电设备、铝塑膜以及纳米氧化铝、勃姆石等涂覆材料，公司产品种类较为齐全，且产品线布局持续延伸。近年公司加快硅基负极材料、复合铜铝箔等产品开发、认证、市场推广工作，投资设立安徽紫宸科技有限公司并启动硅基负极材料研发生产基地建设，投资设立江苏卓立膜材料科技有限公司并启动复合集流体研发生产基地建设。

公司负极材料及石墨化加工业务由负极材料及石墨化加工事业部负责经营，2023年公司负极材料实现出货量155,317吨，同比增长11.35%，近年出货量位居行业前三名，在全球中高端负极材料领域具有较强竞争力。膜产品及涂覆加工业务方面，公司作为涂覆隔膜加工领域的领先企业，在隔膜基膜、涂覆加工、涂覆材料、涂覆设备、PVDF和粘结剂等领域具有协同优势，基膜产品生产主要由子公司溧阳

月泉电能源有限公司（以下简称“溧阳月泉”）及四川卓勤新材料科技有限公司（以下简称“四川卓勤”）负责；涂覆材料领域，纳米氧化铝及勃姆石等陶瓷涂覆材料产品由浙江极盾新材料科技有限公司（以下简称“浙江极盾”）和溧阳极盾新材料科技有限公司（以下简称“溧阳极盾”）提供，PVDF产品由公司控股的东阳光氟树脂提供，在满足内部涂覆材料供应的基础上对外销售；2023年公司涂覆隔膜及加工量（销量）为52.71亿平方米，占同期国内湿法隔膜出货量<sup>1</sup>（129.4亿平方米）的40.73%，市场占有率保持领先。公司自动化装备事业部主要负责锂电设备业务，产品以锂电前段涂布机设备为主，并逐步拓展注液机、叠片机、卷绕机、氦检机等中后段锂电核心设备，同时对基膜生产设备、正负极粉体材料生产设备和光伏设备领域进行布局；公司以高速宽幅双面涂布机为代表的锂电前段涂布设备产品市场份额领先，在细分领域具有较强竞争力。

**近年公司主要产品销量保持增长，但受下游锂电池行业降库存影响，公司负极材料产品售价与产销率有所下滑，且公司业务销售集中度较高，存在对单一客户依赖度较高的风险；锂电设备业务收入回款周期较长，需关注相关业务可能形成的坏账风险**

2022年第四季度以来，负极材料行业新建产能陆续投产，下游市场增速减弱导致电池客户普遍进入去库存阶段，供求环境阶段性失衡，叠加上游原材料和石墨化加工价格快速下滑，多发因素共振导致负极材料价格在2023年显著下滑；2023年公司加大国内动力及储能大客户拓展，公司负极材料销量整体仍保持增长，但销售额及产销率均较2022年有所下滑。涂覆隔膜领域，受益于公司整体规模优势与产业协同优势，2023年公司涂覆隔膜销量稳步提升，产销率亦保持较高水平；2023年公司PVDF产品销售均价因原材料价格大幅下滑而同步调整，但受益于新建先进产能的逐步投产释放，2023年公司PVDF产品销量达到10,627吨，同比增长97.82%，PVDF产品毛利率亦有所提升。

**表4 近年公司主要产品产销情况**

产品名称	项目	2023年	2022年	2021年
负极材料	产量（吨）	166,370	138,156	100,939
	销量（吨）	155,317	139,491	97,242
	产销率	93.36%	100.97%	96.34%
	销售金额（万元）	661,076.75	764,984.55	512,905.97
	销售均价（万元/吨）	4.26	5.48	5.27
涂覆隔膜	产量（万平方米）	547,013	469,134	243,933
	销量（万平方米）	527,120	433,840	217,057
	产销率	96.36%	92.48%	88.98%
	销售金额（万元）	481,580.50	368,612.07	219,534.25
	销售均价（元/平方米）	0.91	0.85	1.01
PVDF	产量（吨）	11,042	6,271	1,896.96

<sup>1</sup>数据来源为EVTank《中国锂离子电池隔膜行业发展白皮书（2024年）》

销量（吨）	10,627	5,372	1,669.70
产销率	96.24%	85.66%	88.02%
销售金额（万元）	102,127.62	183,408.00	44,715.91
销售均价（万元/吨）	9.61	34.14	26.78

注：产销数据为合并口径，其中 2021 年 PVDF 产销数据为 2021 年下半年并表数据，因不同锂电设备售价水平差异较大，不同报告期数据可比性较差，此处未列示锂电设备产销情况。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品的下游客户仍主要为国内外知名锂电池制造商，包括宁德时代、比亚迪、LG 新能源、ATL、三星 SDI、中创新航<sup>2</sup>等，客户资源较为优质；由于客户需求多样化、个性化程度较高，公司采取直销为主的销售模式。客户集中度方面，2023 年公司前五大客户合计销售额占营业收入比重在 70% 左右，其中对第一大客户的销售收入占营业收入比重为 39.32% 左右，较 2022 年有所下滑，但整体占比仍然较高，若外部市场、技术需求发生变化，或该客户自身经营状况、采购政策发生变化，公司经营业绩可能受到冲击，公司存在对单一客户依赖度较高的风险。

公司负极材料、隔膜及涂覆加工业务销售结算一般以现金及银行承兑汇票为主，2023 年公司下游部分头部客户商票结算有所增加；公司锂电设备销售结算一般为客户先预付 30% 款项，待到货后再支付 30%，验收后支付余款 40%（部分客户在涂布机安装调试完成并验收后，有 1 年的质保期，以销售收入的 5-10% 作为质保金，质保期届满予以收回），一般待客户验收后确认销售收入。公司锂电设备业务收入回款周期较长，需关注相关业务可能形成的坏账风险。

公司产能扩张项目建设持续推进，产能利用率尚处于良好水平，但在建项目释放的产能规模较大，若下游需求增长不及预期，公司面临新增产能存在消纳风险，且在建项目较大投资规模亦使得公司面临资金支出压力，同时公司正谋划产能出海，海外项目能否顺利落地和实现预期收益存在一定的不确定性

生产方面，公司负极材料、隔膜及涂覆加工、PVDF 等产品主要根据订单生产，同时兼顾市场预测适度库存；此外，公司针对宁德时代的涂覆加工业务为代加工模式，基膜、涂覆材料等均由宁德时代采购后交付公司使用，公司负责加工工序；锂电设备因产品差异较大且单价较高，一般采用以销定产的模式，公司会根据客户定向需求进行整体方案的选型与设计，将关键自制零部件与非关键外采零部件机械整合，并与公司自主研发的软件系统集成进行整机交付。

产能方面，伴随各产能扩张项目逐步建设投产，近年公司主要产品产能水平持续提升。公司整体产能利用率处于较好水平；隔膜涂覆方面，2022 年 12 月，公司为配合下游客户订单需求规划进行产能投放，

<sup>2</sup> 宁德时代为宁德时代新能源科技股份有限公司及其控股子公司的统称；LG 新能源为株式会社 LG 新能源及其控股子公司统称，隶属于韩国 LG 集团；ATL 为新能源科技有限公司（香港注册）及其控股子公司统称；三星 SDI 为三星 SDI 株式会社及其控股子公司统称，隶属于韩国三星集团；比亚迪为比亚迪股份有限公司及其控股子公司统称，中创新航为中创新航科技集团股份有限公司及其控股子公司统称。

2023年下游客户需求不及预期，导致该产品产能利用率略有下降；由于公司新建PVDF产能一期1万吨和1.8万吨R142b逐步投产，产能爬坡期亦导致PVDF产品产能利用率下滑。

**表5 公司主要产品产能利用率情况**

产品类型	项目	2023年	2022年	2021年
负极材料	产能（吨）	150,000	150,000	100,000
	产量（吨）	166,370	138,156	100,939
	产能利用率	110.91%	92.10%	100.94%
隔膜涂覆	产能（万平方米）	600,000	500,000	250,000
	产量（万平方米）	547,013	469,134	243,933
	产能利用率	91.17%	93.83%	97.57%
PVDF	产能（吨）	15,000	6,000	2,500
	产量（吨）	11,042	6,271	1,896.96
	产能利用率	73.61%	104.52%	75.88%

注：截至2023年末，公司已经形成年产15万吨的负极材料有效产能，其中包括11万吨石墨化加工及10万吨碳化加工配套产能；已形成年产7亿m<sup>2</sup>基膜、2万吨纳米氧化铝及勃姆石、1.5万吨PVDF及60亿m<sup>2</sup>涂覆隔膜加工产能；资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主要在建项目近年持续推进，四川紫宸年产28万吨一体化建设项目分为三期建设，目前一期、二期厂房已完成部分厂房建设，部分工序已分批次逐步进入设备安装和调试阶段，其中一期10万吨项目计划于2024年逐步建成投产，二期10万吨项目计划于2024年下半年完成施工建设，三期8万吨项目预计于2025年逐步建成投产。

四川卓勤基膜及涂覆加工一体化生产基地建设项目中，一期年产4亿平方米基膜涂覆一体化项目（含2020年定增项目年产2.49亿锂离子电池隔膜项目）已完成产能建设，其隔膜产品已进入批量出货阶段；二期9.6亿m<sup>2</sup>基膜与涂覆一体化项目（2022年定增项目）基建及厂房装修工作已完成，并逐步进入设备安装调试阶段。广东嘉拓锂电自动化设备项目一期已完成部分主体工程建设，并逐步投入试生产，广东卓高年产40亿平方米隔膜涂覆生产基地项目一期均已完成基础建设工作。

公司产能扩张围绕一体化布局，并在负极材料、隔膜、设备等关键领域发挥业务协同优势；但负极材料、基膜及隔膜涂覆业务在建项目规模大，下游锂电池行业降库存背景下，负极材料阶段性供需错配，公司新增产能存在一定消纳风险；此外，伴随在建项目的陆续投入，公司持续面临较大的资金支出压力。

此外，受国内锂电池行业需求增速放缓影响，国内锂电池产业链积极推进布局海外生产基地，以巩固和拓展海外客户市场，2023年公司通过投资设立璞泰来（新加坡）有限公司设立紫宸科技（瑞典）有限责任公司<sup>3</sup>，拟规划建设年产10万吨锂离子负极材料一体化生产基地项目，项目总投资预计不超过157

<sup>3</sup>截至2023年末，瑞典紫宸年产10万吨锂离子负极材料一体化生产研发基地项目目前已开展前期规划工作，并积极推动相关部门的报批程序。

亿瑞典克朗。由于海外政策法规、投资环境与国内存在较大差异，且该项目为公司首次在海外建设生产基地，项目能否落地和实现预期收益存在一定的不确定性。

**表6 截至 2023 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

业务	项目名称	计划总投资	已投资	资金来源
负极材料	四川紫宸年产 28 万吨一体化建设项目	115.00	22.03	自筹资金 102.45 亿元， 募集资金 12.55 亿元
	<b>小计</b>	<b>115.00</b>	<b>22.03</b>	--
基膜及涂覆隔膜	四川卓勤 4 亿平方米基膜及涂覆一体化（一期）项目	20.69	16.24	自筹资金 13.59 亿元， 募集资金 7.10 亿元
	广东卓高锂电池隔膜生产制造基地	38.00	2.61	自筹资金 38.00 亿元
	四川卓勤 9.60 亿平方米基膜涂覆一体化（二期）项目之子项目一	25.36	5.92	自筹资金 17.76 亿元， 募集资金 7.60 亿元
	<b>小计</b>	<b>84.05</b>	<b>24.77</b>	--
锂电设备	广东嘉拓锂电池生产设备制造基地项目	14.00	3.44	自筹资金 14.00 亿元
	<b>小计</b>	<b>14.00</b>	<b>3.44</b>	--
涂覆材料	年产 2 万吨 PVDF 与 4.5 万吨 R142b 项目	13.04	7.17	自筹资金 13.04 亿元
	<b>小计</b>	<b>13.04</b>	<b>7.17</b>	--
<b>合计</b>		<b>226.09</b>	<b>57.41</b>	--

资料来源：公司提供，公司公告，中证鹏元整理

**公司主要产品中直接材料及加工费在生产成本中占比较高，需关注原材料价格大幅波动对公司盈利影响；近年石墨化加工市场持续低迷，公司石墨化加工产能利用率及产销率均有所下滑**

采购方面，公司采购的原材料主要包括负极材料生产所需的针状焦、石油焦、初级石墨、沥青，锂电设备生产所需机加工类、标准件，以及隔膜涂覆生产所需的基膜、陶瓷、PVDF和胶水等，其中PVDF生产所需原材料主要为R142b等。2023年公司主要产品中直接材料及加工费在生产成本中占比较高，其中负极材料直接材料成本占其生产成本的35%左右，加工费占其生产成本的30%左右，基膜及涂覆隔膜直接材料占其生产成本的55%左右，锂电设备直接材料占其生产成本的85%左右，PVDF直接材料成本占其生产成本的70%左右。2023年以来，焦类原料价格中枢持续下行，石墨化加工与R142b市场价格亦呈现较大降幅，未来需持续关注原材料价格持续下滑引起的存货跌价风险。

公司生产所需原材料通过大部分外购和少部分委外加工的方式取得，对于标准原材料和设备标准件，公司按照规范的采购流程和指标进行择优采购；对于设备定制的非标准件，公司按照设计图纸和特定指标向各合格供应商询价采购。公司与上游原材料厂商结算方式主要为银行承兑汇票和现金，现金结算账期通常为3个月，票据结算账期通常为3-6个月；伴随原材料及外协加工成本降低，2023年公司前五名供应商采购合计额占当期采购总额的比例进一步降低至12.49%，采购集中度较低，不存在对单一供应商依赖。

公司委外加工主要包括负极材料原料粉碎的委外加工及石墨化、碳化的部分委外加工；其中石墨化加工是负极材料生产的重要工序，近年公司石墨化加工自给率不断提升；2023年石墨化加工市场供需错配状况未改观，石墨化加工市场价格持续下滑，叠加2023年初内蒙古兴丰工厂技改检修，影响了部分产能投放，2023年公司石墨化加工产销率及产能利用率均有所下滑。

## 四、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况如下表所示。

**表7 2021-2023年公司合并报表范围变化情况**

时间	子公司简称	变化情况	主营业务
2023年	PUTAILAI(SINGAPORE)PTE.LTD.璞泰来（新加坡）有限公司	增加，新设	贸易
	江苏卓立膜材料科技有限公司	增加，新设	复合集流体
	吉林紫宸科技有限公司	增加，新设	坩埚、厢板
	安徽紫宸科技有限公司	增加，新设	硅基负极材料
	无锡嘉拓光伏科技有限公司	增加，新设	光伏设备
	四川极盾新材料科技有限公司	减少，注销	涂覆材料
2022年	HongKong KATOP Automation Co., Limited	增加，新设	自动化装备
	东莞嘉拓日晟智能科技有限公司	增加，新设	光伏设备
	KATOP Automation Europe GmbH	增加，新设	自动化装备
	上海月泉电能源科技有限公司	减少，注销	基膜
2021年	东莞市超鸿自动化设备有限公司	增加，股权收购	自动化装备
	乳源东阳光氟树脂有限公司	增加，股权收购	PVDF
	上海璞泰来新能源技术有限公司	增加，新设	商业服务
	海南璞泰来新能源技术有限公司	增加，新设	贸易
	四川紫宸科技有限公司	增加，新设	负极材料
	新疆紫宸天山新材料科技有限公司	增加，新设	负极材料
	广东嘉拓自动化技术有限公司	增加，新设	自动化装备
	四川嘉拓智能设备有限公司	增加，新设	自动化装备
	广东卓高新材料科技有限公司	增加，新设	涂覆加工
	海南璞晶新材料科技有限公司	增加，新设	贸易
	内蒙古紫宸科技有限公司	减少，注销	负极材料

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 资本实力与资产质量

受益于定向增发及经营盈余利润积累，近年公司资本实力不断增强，公司总资产规模亦进一步扩大，资产以存货、现金类资产、厂房和生产设备等为主，整体资产质量尚可，但需关注存货跌价风险

受益于经营盈余利润积累，以及公司2023年11月定向增发募资28.15亿元，近年公司所有者权益规模持续扩大；持续产能扩张使得公司资金需求增加，2023年末公司负债规模同比增长14.80%，2024年1-3月公司短期债务偿还规模较大，2024年3月末公司负债规模有所回落；综合影响下，近年公司产权比率呈下行趋势，但产权比率整体仍较高，2024年3月末为117.44%，所有者权益对负债总额的保障程度一般。

图 4 公司资本结构

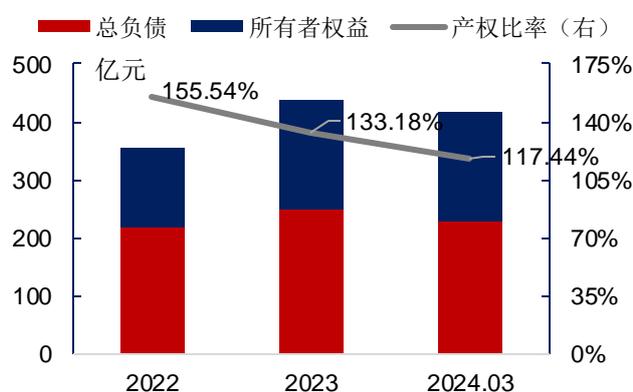
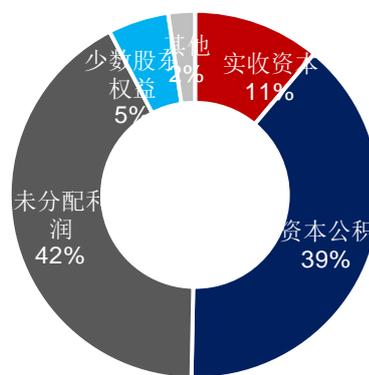


图 5 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司通过定增及债务渠道融入较大规模资金，以满足扩产项目建设资金需求，叠加公司经营利润积累，近年公司总资产规模呈增长趋势，资产结构以流动资产为主，而伴随在建项目持续投入，非流动资产占比近年逐步增加。

2022-2023年公司营收规模保持平稳，存货总体规模亦保持相对稳定，受锂电设备安装调试收货周期较长影响，公司存货中发出商品规模较大，2023年末账面价值为52.62亿元，其余主要包括20.93亿元在产品、17.25亿元委托加工物资、11.25亿元库存商品以及7.09亿元原材料；2023年负极材料、PVDF产品及上游原材料价格中枢持续下滑，2023年公司新增计提存货跌价准备14.76亿元，需持续关注公司存货跌价风险。

受益于2023年11月公司定向增发募集资金到账，2023年末公司货币资金规模增长较快，其中合计7.50亿元保证金使用受限，受限比例为8.23%；交易性金融资产主要系大额存单、结构性存款等理财产品（1年期或3年期不等）以及银行承兑汇票；公司应收账款账龄主要为1年以内，前五大应收对象占应收账款期末余额合计数的比例为31.99%，累计计提坏账准备1.98亿元，仍需关注公司应收账款的回收风险；预付款项主要系预付的石墨化加工费、材料款等，受石墨化加工及原材料价格下跌，以及公司石墨化加工自给率提升影响，2023年末预付款项规模下滑较大。

非流动资产方面，近年公司处于产能高速扩张期，公司在厂房、生产设备、土地使用权方面持续投入，公司固定资产、在建工程、无形资产规模保持增长，其他非流动资产主要系公司为推进产能建设，预付的设备及工程款。2023年末公司在建工程规模同比大幅增长98.80%，主要系四川生产基地各在建扩产项目及东阳光氟树脂建设项目2023年投入规模较大所致。

截至2023年末，公司受限资产规模合计33.14亿元，主要为固定资产、货币资金、应收票据、无形资产等，占当期末总资产比例为7.59%；固定资产中账面价值合计2.54亿元厂房、车间、办公楼等尚未办理产证。

**表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	65.89	15.73%	91.02	20.84%	64.05	17.94%
交易性金融资产	16.88	4.03%	15.25	3.49%	15.85	4.44%
应收账款	36.32	8.67%	32.38	7.41%	39.96	11.19%
预付款项	3.84	0.92%	3.70	0.85%	6.80	1.90%
存货	107.03	25.56%	114.78	26.28%	110.35	30.91%
<b>流动资产合计</b>	<b>255.59</b>	<b>61.03%</b>	<b>286.69</b>	<b>65.64%</b>	<b>249.80</b>	<b>69.98%</b>
固定资产	67.45	16.11%	68.09	15.59%	56.98	15.96%
在建工程	61.36	14.65%	50.81	11.63%	25.56	7.16%
无形资产	9.82	2.35%	9.13	2.09%	6.34	1.78%
其他非流动资产	10.38	2.48%	8.47	1.94%	6.95	1.95%
<b>非流动资产合计</b>	<b>163.20</b>	<b>38.97%</b>	<b>150.06</b>	<b>34.36%</b>	<b>107.18</b>	<b>30.02%</b>
<b>资产总计</b>	<b>418.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>436.75</b>	<b>100.00%</b>	<b>356.97</b>	<b>100.00%</b>

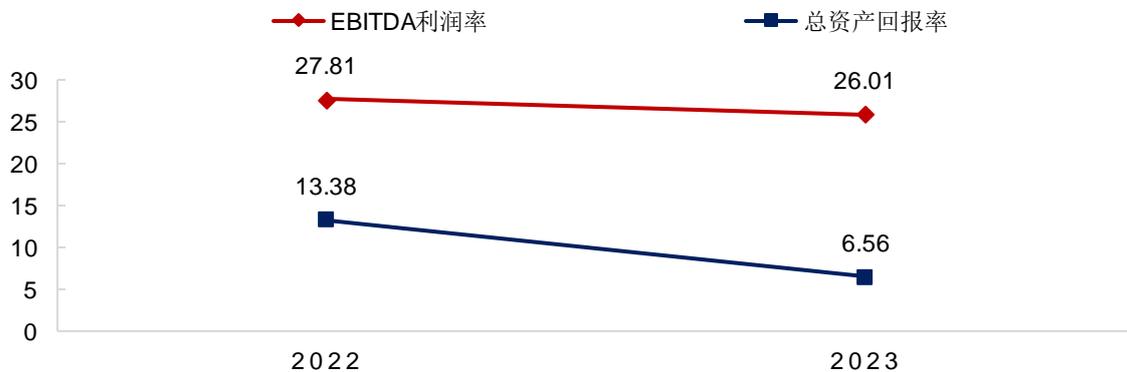
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

受负极材料市场供需错配压力影响，2023年公司盈利能力有所下滑，未来需持续关注下游市场状况变化以及原材料价格波动对公司盈利影响

2023年以来，下游锂电池客户普遍采取阶段性的去库存或低库存策略，负极材料行业整体需求不及预期，市场竞争加剧，负极材料价格整体下行，由于公司人造石墨负极生产周期相对较长，前期高成本的库存消纳对公司带来较大成本压力，公司负极材料业务毛利率承压，受此影响，2023年公司整体盈利能力有所下滑，2023年公司EBITDA利润率下滑至26.01%；2023年公司四川生产基地等扩产项目加快建设，部分在建项目产能尚未释放，使得公司当期总资产回报率下滑较快。

当前消费电子市场需求增长偏弱，储能电池市场需求增长较快，但产品毛利率水平偏低，若下游动力电池厂商采购需求增长未改观，将继续对公司盈利能力产生冲击，需持续关注下游市场需求变化。此外，公司主要产品中直接材料在生产成本中占比较高，未来需关注原材料价格大幅波动对公司盈利影响。

**图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

为弥补产能扩张资金缺口，公司近年总债务规模整体呈增长趋势，且短期债务占比高；受益于短期融资券发行以及定向增发募集资金，公司现金短期债务比保持在1倍以上，且银行授信储备较充裕，备用流动性尚可

为弥补产能扩张的资金缺口，近年公司总债务规模整体呈增长趋势，2023年末公司总债务达140.48亿元，其中短期债务占总债务的比重较高，债务集中到期压力较大。从债务品种结构来看，公司债务以银行借款为主，2023年末公司银行借款余额96.17亿元（其中短期借款36.70亿元、一年内到期的长期借款19.92亿元、长期借款39.55亿元），除银行借款外，公司总债务中包含33.90亿元的应付票据和短期应付债券10.21亿元。经营性债务方面，公司应付账款主要为应付供应商货款，合同负债主要系预收货款。

**表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	29.60	13.08%	36.70	14.71%	32.73	15.07%
应付票据	20.78	9.19%	33.90	13.59%	30.29	13.94%
应付账款	34.94	15.45%	39.22	15.72%	47.31	21.77%
合同负债	48.59	21.48%	43.26	17.34%	47.92	22.05%
一年内到期的非流动负债	14.81	6.55%	20.05	8.04%	7.94	3.65%
其他流动负债	11.15	4.93%	11.53	4.62%	1.58	0.73%
<b>流动负债合计</b>	<b>174.85</b>	<b>77.30%</b>	<b>203.91</b>	<b>81.74%</b>	<b>183.38</b>	<b>84.40%</b>
长期借款	45.02	19.91%	39.55	15.86%	29.30	13.48%
<b>非流动负债合计</b>	<b>51.34</b>	<b>22.70%</b>	<b>45.54</b>	<b>18.26%</b>	<b>33.90</b>	<b>15.60%</b>
<b>负债合计</b>	<b>226.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>249.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>217.28</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	120.30	53.18%	140.48	56.32%	100.39	46.20%
其中：短期债务	75.24	33.26%	100.85	40.43%	70.96	32.66%

长期债务	45.06	19.92%	39.63	15.89%	29.43	13.55%
------	-------	--------	-------	--------	-------	--------

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司非公开发行股票成功使得当期末资产负债率有所降低，考虑到负债中预收货款占比较高，公司整体负债水平尚可。受负极材料业务冲击，公司2023年盈利水平有所下滑，使得公司EBITDA及FFO规模同步回落，债务规模扩大亦使得公司利息支出规模增加，2023年公司EBITDA利息保障倍数、FFO/净债务均有所下滑，但整体仍处于较好水平。

**表10 公司现金流及杠杆状况指标**

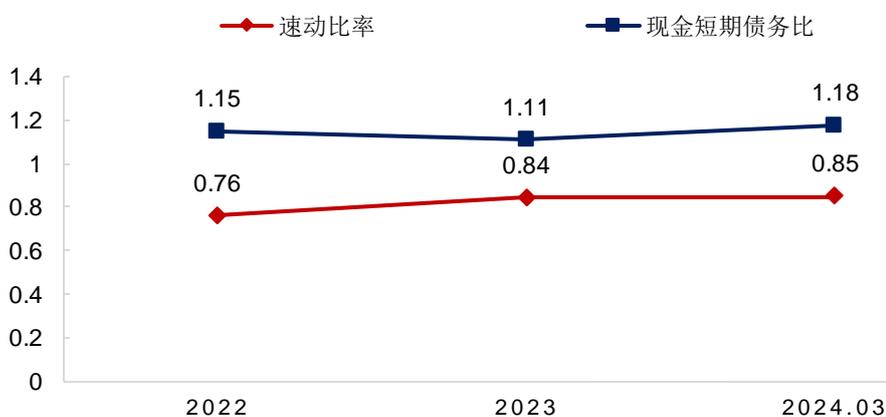
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元） <sup>4</sup>	-13.60	11.18	12.23
FFO（亿元）	--	28.42	32.84
资产负债率	54.01%	57.11%	60.87%
净债务/EBITDA	--	0.80	0.52
EBITDA 利息保障倍数	--	13.59	25.71
总债务/总资本	38.45%	42.86%	41.82%
FFO/净债务	--	88.52%	147.47%
经营活动现金流净额/净债务	-42.04%	34.82%	54.93%
自由现金流/净债务	-75.75%	-88.87%	-72.22%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023年公司石墨化加工等预付资金规模下降，且当期票据转让、贴现规模较大，2023年公司实现经营活动净现金流11.18亿元，实现经营活动相关的票据流量净额8.17亿元，但持续扩大的资本开支规模，使得近年公司自由现金流均为负，公司仍需通过银行借款、再融资等渠道满足产能建设的资金需求。

受益于短期融资券发行以及定向增发募集资金到账，近年公司现金类资产较为充裕，期末现金短期债务比均保持在1倍以上，2023年末公司尚未使用银行授信额度约为155亿元，备用流动性仍较好，且公司作为上市公司，融资渠道较为畅通。

<sup>4</sup> 2024年1-3月，下游客户以票据回款增加，公司经营活动相关的票据流量净额为21.42亿，经营活动相关的票据流量净额与经营活动产生的现金流量净额合计7.82亿元。

**图 7 公司流动性比率情况**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 五、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现未对其经营和信用水平产生较大负面影响

#### 环境因素、社会因素

根据常州市生态环境局于 2021 年公布的重点排污单位名单，子公司溧阳紫宸、子公司溧阳月泉被列入常州市重点排污单位，上述子公司的污染防治设施均按环评要求建设与运行，污染物均严格按照要求排放，排放期内，上述子公司均未发生环境污染事故，无环境纠纷，未收到任何形式的环境保护行政处罚。根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，截至 2023 年末，公司未发生因违规经营、产品质量与安全问题受到政府部门处罚的情况，不存在拖欠员工工资、社保、工作环境严重影响员工健康问题，未发生重大安全事故，但公司作为锂电池材料与设备制造企业，面临着生产经营可能发生安全事故、生产过程中产生的“三废”等对生态环境产生损害的问题，中证鹏元将持续关注此类事件，评估其对公司经营和信用水平影响。

#### 公司治理

公司股权结构较为稳定，公司控股股东与实际控制人均为梁丰。目前公司战略规划较为清晰，且根据《公司法》等法律法规，制定了《公司章程》，建立了现代法人治理结构。股东大会是公司的权力机构，具有决定公司的经营方针和投资计划、选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项等职权。公司设董事会，成员 5 人，包括 2 名独立董事，设董事长 1 名；公司设监事会，

成员3人，监事会设主席1人。公司设总经理1名，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。

2023年3月，因嘉拓智能筹划分拆上市事宜，原公司高管齐晓东先生辞去公司副总经理职务，同时受聘担任嘉拓智能董事、副总经理职务，鉴于齐晓东先生仍在嘉拓智能及其子公司开展工作，其辞职不会对公司日常经营产生重大不利影响；除此之外，跟踪期内公司核心管理层整体保持稳定。

近年公司组织架构保持稳定，公司根据业务布局设立负极材料及石墨化、膜材料及涂覆、自动化装备三大事业部，同时设立财务部、证券事务部、市场部、法务部、基建部等职能部门，明确了各部门的权利、责任，制定了相应的岗位职责和管理制度。总体看来，公司法人治理结构仍较为完善，公司部门架构设置、内部管理制度建设及部门配置能够满足公司日常业务开发与经营管理的需要。

**表11 截至 2023 年末公司实际控制人及高管情况**

姓名	职务	学历	年龄
梁丰	董事长	硕士研究生	55
陈卫	总经理	本科	52
韩钟伟	副总经理、财务总监、董事会秘书	博士研究生	48
冯苏宁	副总经理	本科	57
刘芳	副总经理	本科	53
王晓明	副总经理	本科	54

资料来源：公司提供

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月24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。

2023年09月13日，公司被临邑县人民法院列为被执行人，主要系公司在收购山东兴丰新能源科技有限公司（以下简称“山东兴丰”）29.4%股权事项中，涉及原山东兴丰法定代表人李庆民先生与李林红女士离婚诉讼案，李林红女士作为原告，向山东省临邑县人民法院提出诉讼请求，要求依法分割其婚姻存续期间的夫妻共同财产（即李庆民先生转让山东兴丰新能源科技股份有限公司的29.4%股权的第四期股权转让款），公司作为第三人，与该案件的审理无直接利害关系，李林红女士与李庆民先生的财产分割公司仅需积极配合临邑县人民法院判决，根据人民法院要求支付相应股权转让款项。截至2023年末，公司已依照法院生效判决完成前述款项执行，该事项对公司信用状况无实质影响，亦不影响公司对收购标的控制权。

## 七、结论

锂电池行业中长期仍具有较大成长空间，为公司业绩增长提供较强支撑，公司产品具有较强的技术优势和竞争力，在中高端负极材料、隔膜涂覆、涂布机设备领域市场份额领先，且客户资源优质，业务规模有望延续增长。公司聚焦锂电池上游关键材料及自动化设备，进行产业链一体化布局，近年公司持续推进负极材料及隔膜一体化产能建设，并持续开发新产品，发挥业务协同优势；近年公司收入规模整体保持增长，受益于非公开发行股票、可转债转股及经营盈余利润不断积累，公司资本实力亦显著增强，公司近年现金短期债务比保持在1倍以上，且银行授信储备较充裕，备用流动性尚可。

但同时需要注意的是，公司当前仍处于产能高速扩张期，大规模的投资支出给公司带来较大资金支出压力，债务规模扩张亦使得公司偿债压力有所加大，同时需关注下游降库存背景下，负极材料行业供需错配对公司新增产能消纳以及盈利能力的影响；此外，公司下游客户集中度较高，存在对单一客户依赖。

总体来看，公司抗风险能力仍较强。

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

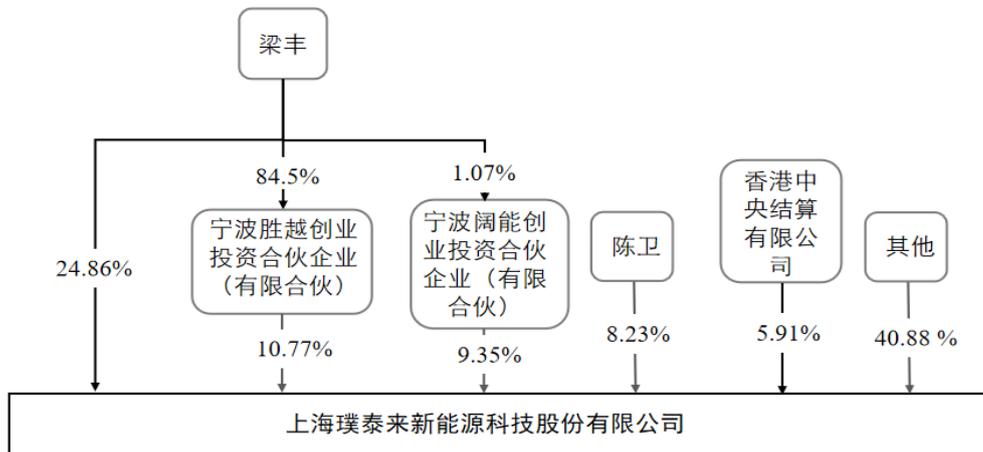
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	65.89	91.02	64.05	38.84
交易性金融资产	16.88	15.25	15.85	16.45
应收账款	36.32	32.38	39.96	19.28
存货	107.03	114.78	110.35	49.64
其他流动资产	7.79	8.28	5.31	2.95
流动资产合计	255.59	286.69	249.80	134.97
固定资产	67.45	68.09	56.98	46.53
在建工程	61.36	50.81	25.56	12.11
非流动资产合计	163.20	150.06	107.18	79.53
资产总计	418.79	436.75	356.97	214.50
短期借款	29.60	36.70	32.73	11.95
应付票据	20.78	33.90	30.29	19.39
应付账款	34.94	39.22	47.31	27.19
合同负债	48.59	43.26	47.92	17.26
其他应付款	8.34	11.64	7.93	11.00
一年内到期的非流动负债	14.81	20.05	7.94	1.09
其他流动负债	11.15	11.53	1.58	1.59
流动负债合计	174.85	203.91	183.38	94.77
长期借款	45.02	39.55	29.30	9.87
非流动负债合计	51.34	45.54	33.90	13.04
负债合计	226.19	249.45	217.28	107.81
总债务	120.30	140.48	100.39	42.55
所有者权益	192.60	187.30	139.69	106.69
营业收入	30.34	153.40	154.64	89.96
营业利润	5.47	23.64	36.84	20.36
净利润	5.07	21.37	33.24	17.83
经营活动产生的现金流量净额	-13.60	11.18	12.23	17.25
投资活动产生的现金流量净额	-6.23	-49.84	-30.43	-28.52
筹资活动产生的现金流量净额	-2.39	65.92	39.25	-2.79
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA	--	39.90	43.01	24.55
FFO	--	28.42	32.84	20.21
净债务	32.36	32.11	22.27	-10.67
销售毛利率	31.35%	32.94%	35.66%	35.65%
EBITDA 利润率	--	26.01%	27.81%	27.29%
总资产回报率	--	6.56%	13.38%	11.76%

资产负债率	54.01%	57.11%	60.87%	50.26%
净债务/EBITDA	--	0.80	0.52	-0.43
EBITDA 利息保障倍数	--	13.59	25.71	29.54
总债务/总资本	38.45%	42.86%	41.82%	28.51%
FFO/净债务	--	88.52%	147.47%	-189.38%
经营活动现金流净额/净债务	-42.04%	34.82%	54.93%	-161.67%
自由现金流/净债务	-75.75%	-88.87%	-72.22%	88.73%
速动比率	0.85	0.84	0.76	0.90
现金短期债务比	1.18	1.11	1.15	1.70

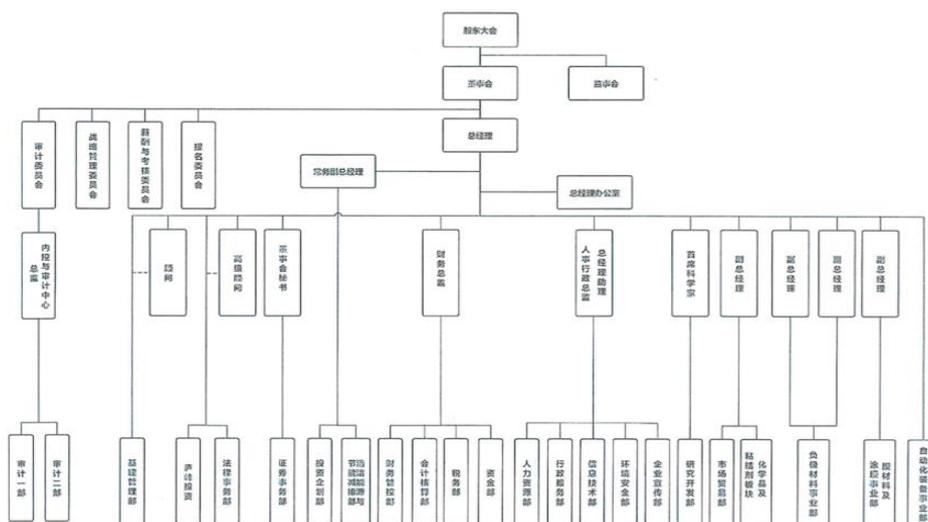
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

### 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 4 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

公司名称	注册地	注册资本（万元）	持股比例	经营范围
江西紫宸科技有限公司	宜春	90,000.00	100.00%	制造业
深圳市新嘉拓自动化技术有限公司	深圳	3,000.00	71.54%	制造业
浙江极盾新材料科技有限公司	绍兴	1,000.00	100.00%	制造业
香港安胜科技有限公司	香港	364.50 万美元	100.00%	贸易
东莞市卓越新材料科技有限公司	东莞	2,000.00	100.00%	制造业
宁德卓高新材料科技有限公司	宁德	43,900.00	100.00%	制造业
江西嘉拓智能设备有限公司	宜春	3,000.00	71.54%	制造业
宁德嘉拓智能设备有限公司	宁德	3,000.00	71.54%	制造业
江苏卓高新材料科技有限公司	溧阳	30,000.00	100.00%	制造业
江苏嘉拓新能源智能装备股份有限公司	溧阳	35,350.00	71.54%	制造业
溧阳紫宸新材料科技有限公司	溧阳	52,000.00	100.00%	制造业
溧阳卓越新材料科技有限公司	溧阳	10,000.00	100.00%	制造业
溧阳极盾新材料科技有限公司	溧阳	2,500.00	100.00%	制造业
东莞松山湖嘉拓智能设备有限公司	东莞	5,000.00	71.54%	制造业
四川卓勤新材料科技有限公司	邛崃	168,800.00	100.00%	制造业
东莞市嘉拓自动化技术有限公司	东莞	2,000.00	71.54%	制造业
上海璞泰来新能源技术有限公司	上海	22,000.00	100.00%	商业服务
四川紫宸科技有限公司	邛崃	226,900.00	100.00%	制造业
广东卓高新材料科技有限公司	肇庆	40,000.00	100.00%	制造业
新疆紫宸天山新材料科技有限公司	新疆	10,000.00	100.00%	制造业
海南璞晶新材料科技有限公司	海口	500.00	70.00%	贸易
海南璞泰来新能源技术有限公司	海口	8,000.00	100.00%	贸易
四川嘉拓智能设备有限公司	邛崃	10,000.00	71.54%	制造业
广东嘉拓自动化技术有限公司	肇庆	10,000.00	71.54%	制造业
东莞嘉拓日晟智能科技有限公司	东莞	2,000.00	39.35%	制造业
香港嘉拓智能设备有限公司	香港	25.00 万欧元	71.54%	贸易
欧洲嘉拓自动化有限公司	德国	25.00 万欧元	71.54%	制造业
璞泰来（新加坡）有限公司	新加坡	5.00 万美元	100.00%	贸易
江苏卓立膜材料科技有限公司	溧阳	40,000.00	100.00%	制造业
吉林紫宸科技有限公司	长春	15,000.00	75.00%	制造业
安徽紫宸科技有限公司	芜湖	20,000.00	100.00%	制造业
无锡嘉拓光伏科技有限公司	无锡	2,000.00	39.35%	制造业
山东兴丰新能源科技有限公司	德州	40,000.00	100.00%	制造业
内蒙古紫宸兴丰新能源科技有限公司	卓资	67,800.00	100.00%	制造业

东莞市卓高电子科技有限公司	东莞	3,000.00	100.00%	制造业
上海庐峰投资管理有限公司	上海	1,000.00	100.00%	投资管理
溧阳月泉电能源有限公司	溧阳	30,000.00	100.00%	制造业
东莞市超鸿自动化设备有限公司	东莞	2,000.00	71.54%	制造业
乳源东阳光氟树脂有限公司	韶关	12,500.00	55.00%	制造业
江苏高远膜材料科技有限公司	宜兴	40,100.00	80.00%	制造业

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 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+租赁负债+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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。

### 二、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	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。
<b>aa</b>	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。
<b>a</b>	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。
<b>bbb</b>	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。
<b>bb</b>	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>b</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。
<b>ccc</b>	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。
<b>cc</b>	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。
<b>c</b>	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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
<b>正面</b>	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
<b>稳定</b>	情况稳定，未来信用等级大致不变。
<b>负面</b>	存在不利因素，未来信用等级可能降低。