

宁波恒帅股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券
信用评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕2253号

联合资信评估股份有限公司通过对宁波恒帅股份有限公司及其拟向不特定对象发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定宁波恒帅股份有限公司主体长期信用等级为 A^+ ，宁波恒帅股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券信用等级为 A^+ ，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年四月十四日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受宁波恒帅股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



宁波恒帅股份有限公司

向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
A+/稳定	A+/稳定	2025/4/14

债项概况

宁波恒帅股份有限公司（以下简称“公司”）本次拟发行 6 年期、不超过 3.2759 亿元（含 3.2759 亿元）的可转换公司债券。本次募集资金扣除发行费用后拟投入“泰国新建汽车零部件生产基地项目”“年产 1,954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目”和“研发中心改扩建项目”。

评级观点

公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售，基于多年行业技术积累，公司具备一定客户资源优势与成本优势。公司已在全球范围积累了较多优质、稳定客户，并通过产品标准化、纵向一体化等方式有效降低了生产成本。2022—2024 年，得益于新客户开拓与产品种类增加，公司各类产品收入均有所增长，主营业务毛利率小幅波动并维持在较高水平。公司原材料采购价格随行就市，下游终端降本压力较大，产品销售集中度较高，对上下游议价能力有限。公司在建项目主要为产能建设，尚需投资规模较大，存在一定资本支出需求。随着在建工程推进，公司产能有望进一步释放。公司资产流动性较强，资产质量较好，债务负担很轻。公司注重安全生产与环保投入，依法经营，积极纳税，治理结构和内控制度较为完善。整体看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

本次债券的发行对公司债务规模和结构影响很大。公司经营现金流量和 EBITDA 对本次债券保障能力尚可，但考虑到本次债券条款设置和未来可能的转股因素，公司对本次债券的实际保障能力或将增强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司预计在多个领域储备新技术和新产品以满足公司持续发展的需求。在建项目达产后，公司制造能力及综合竞争力有望进一步提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：产品品类增加或新客户拓展拉动公司收入大幅提升；技术研发水平、产业链地位和产品竞争力明显提升且对公司发展产生正面影响；在建项目产能释放情况良好导致盈利和经营获现能力显著提高。

可能引致评级下调的敏感性因素：原材料价格大幅波动导致公司成本明显上升、盈利能力下降；下游整车市场竞争加剧导致公司利润空间被大幅压缩；公司与重要客户合作减少导致收入大幅下降；在建产能释放不及预期导致市场竞争力下降，盈利能力显著弱化；债务规模大幅攀升，偿债能力明显弱化。

优势

- **公司具备一定客户资源优势与成本优势。**公司业务覆盖全球主要汽车零部件市场以及部分全球知名跨国汽车零部件供应商客户。公司基于技术积累和精益化管理，通过产品标准化、纵向一体化等措施建立了较强成本优势。
- **公司盈利情况良好。**2022—2024 年，得益于新客户开拓与产品种类增加，公司各类产品收入均有所增长，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 14.13%；利润总额持续增长，年均复合增长 22.42%；主营业务毛利率保持在 30%以上的较高水平。
- **债务负担很轻。**公司负债以经营性债务为主，截至 2024 年底，公司全部债务 0.86 亿元，短期债务占 97.47%，全部债务资本化比率为 6.27%，债务负担很轻。

关注

- **公司对上下游议价能力有限，毛利率或将承压。**公司销售集中度较高，下游客户较为强势。公司下游终端主要为乘用车整车厂，市场竞争激烈，降本压力较大。公司原材料采购价格随行就市，议价空间不大。未来，若原材料价格大幅波动或下游竞争加剧，公司毛利水平将承受较大压力。
- **公司在建项目待投资规模大，需关注产能释放情况。**截至 2024 年底，公司主要在建项目尚需投资约 5.56 亿元，公司仍存在一定资本支出需求。若公司本次债券成功发行，将有效补充项目建设所需资金。随着在建工程推进，公司制造能力有望增强，但若下游需求增速不及预期，公司可能面临较大产能消化压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	D	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	4
			企业管理	3
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		1
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			A ⁺	

个体信用状况变动说明：不适用。

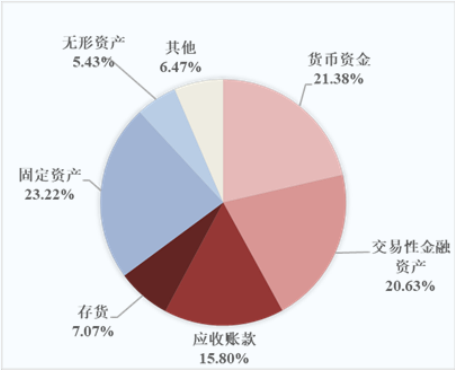
外部支持变动说明：不适用。

主要财务数据

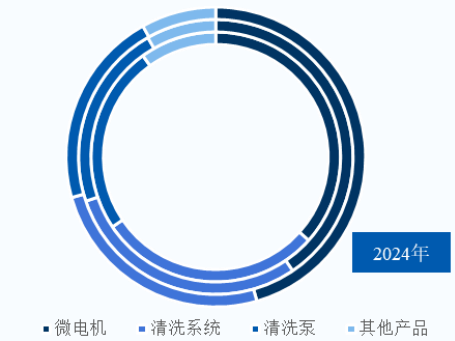
合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年
现金类资产（亿元）	4.95	5.59	6.71
资产总额（亿元）	11.75	14.18	15.76
所有者权益（亿元）	9.15	10.98	12.83
短期债务（亿元）	0.64	1.03	0.84
长期债务（亿元）	0.02	0.02	0.02
全部债务（亿元）	0.66	1.05	0.86
营业总收入（亿元）	7.39	9.23	9.62
利润总额（亿元）	1.66	2.35	2.48
EBITDA（亿元）	1.89	2.67	2.86
经营性净现金流（亿元）	1.58	2.56	2.30
营业利润率（%）	32.33	35.36	33.83
净资产收益率（%）	15.91	18.41	16.66
资产负债率（%）	22.17	22.61	18.57
全部债务资本化比率（%）	6.75	8.74	6.27
流动比率（%）	347.82	327.44	402.60
经营现金流动负债比（%）	67.99	88.49	88.04
现金短期债务比（倍）	7.73	5.44	8.01
EBITDA 利息倍数（倍）	1460.62	1984.13	3373.82
全部债务/EBITDA（倍）	0.35	0.39	0.30
公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年
资产总额（亿元）	11.78	14.43	16.18
所有者权益（亿元）	9.27	11.20	13.16
全部债务（亿元）	0.63	1.07	0.84
营业总收入（亿元）	7.39	9.25	9.77
利润总额（亿元）	1.71	2.45	2.63
资产负债率（%）	21.28	22.39	18.64
全部债务资本化比率（%）	6.40	8.70	6.02
流动比率（%）	333.03	307.63	364.01
经营现金流动负债比（%）	81.04	82.29	89.60

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币
资料来源：联合资信根据公司财报整理

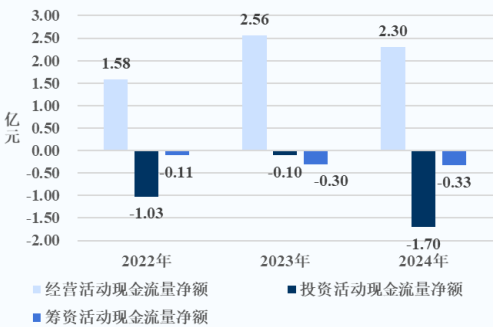
2024 年底公司资产构成



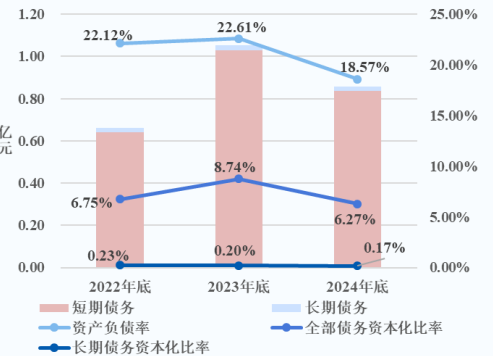
2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 年底公司债务情况



主体评级历史：无

评级项目组

项目负责人：王佳晨子 wangjcz@lhratings.com

项目组成员：李敬云 lijingyun@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、主体概况

宁波恒帅股份有限公司（以下简称“公司”或“恒帅股份”）成立于 2001 年 2 月，曾用名为宁波恒帅微电机有限公司（以下简称“恒帅有限”）。2021 年 4 月，公司于深圳证券交易所上市，股票简称“恒帅股份”，股票代码为“300969.SZ”。截至 2024 年底，公司总股本为 8000.00 万股，宁波恒帅投资管理有限公司（以下简称“恒帅投资”）为公司控股股东，直接持有公司 53.59% 的股份；公司实际控制人许宁宁和俞国梅合计持有公司股权的 71.45%，合计控制公司股权的 74.15%。截至 2024 年底，公司第一大股东及实际控制人所持公司股份无质押情况。

公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售。截至 2024 年底，公司本部内设工程技术中心、销售中心、运营中心等部门（详见附件 1-2）。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 15.76 亿元，所有者权益 12.83 亿元，全部为归属母公司所有者权益；2024 年，公司实现营业总收入 9.62 亿元，利润总额 2.48 亿元。

公司注册地址：浙江省宁波市江北区通宁路 399 号；法定代表人：许宁宁。

二、本次债券概况

本次债券名称为“宁波恒帅股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模不超过 32759.00 万元（含 32759.00 万元），存续期为自发行之日起六年。本次债券每张面值为人民币 100.00 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转换成公司股票的可转换公司债券本金和最后一年利息。本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券转股期限自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。

（1）转股条款

转股价格的确定

本次债券初始转股价格不低于《宁波恒帅股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》（以下简称“募集说明书”）公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会（或由董事会授权的人士）在本次发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量；前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

转股价格的调整方式及计算公式

在本次债券发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次可转债转股而增加的股本）、配股、派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ 。

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在深圳证券交易所网站和符合中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）规定条件的信息披露媒体（以下简称“符合条件的信息披露媒体”）上刊登相关公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股期间（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后、转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。

当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可转债持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可转债持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。

公司本次向不特定对象发行可转债的转股价格应当不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日均价，且不得向上修正。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东进行表决时，持有本次可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价。同时，修正后的转股价格不应低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

如公司股东大会审议通过向下修正转股价格，公司将在符合条件的信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间（如需）等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）起，开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的本次债券。具体赎回价格提请股东大会授权董事会（或由董事会授权的人士）根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），公司有权按照本次债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的本次债券。本次债券的赎回期与转股期相同，即发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

当期应计利息的计算公式为： $IA=B \times i \times t/365$

IA：指当期应计利息；

B：指本次债券持有人持有的本次债券票面总金额；

i：指本次债券当年票面利率；

t：指计息天数，即从上一个计息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

此外，当本次债券未转股余额不足人民币 3000 万元时，公司董事会（或由董事会授权的人士）有权决定以面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的本次债券。

（3）回售条款

附加回售条款

若本次债券募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证券监督管理委员会认定为改变募集资金用途的，本次债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次债

券的权利。在上述情形下，本次债券持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，本次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

有条件回售条款

在本次债券最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期转股价格的 70%时，本次债券持有人有权将其持有的本次债券全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况而调整的情形，则在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的转股价格重新计算。

当期应计利息的计算方式参见赎回条款的相关内容。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权。可转债持有人不能多次行使部分回售权。

本次债券无担保。

本次债券扣除发行费用后拟投入以下项目：

图表 1 • 本次债券募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
1	泰国新建汽车零部件生产基地项目	20,000.00	20,000.00
2	年产 1954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目	18,059.00	6,059.00
3	研发中心改扩建项目	7,294.00	6,700.00
合计		45353.00	32759.00

资料来源：公司公告，联合资信整理

泰国新建汽车零部件生产基地项目，由子公司恒帅工业（泰国）有限公司为项目实施主体，项目达产后将新增 300 万件门类电机、130 万件充电门执行器、130 万件隐形门把手执行器和 300 万件洗涤泵等产能。公司预计本项目建成并达产后年营业收入为 20490.00 万元，利润总额为 4563.00 万元，税后内部收益率为 21.50%，税后投资回收期 5.98 年（含建设期）。截至本报告出具日，公司土地款已支付完毕并取得泰国主管部门颁发的土地权利契据。

年产 1954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目为公司首发上市募投项目，目前尚未完成建设。项目达产后将新增年产 700 万件车用微电机、400 万件车用清洗泵、710 万件雨刮喷嘴、144 万件冷却液罐及歧管产能。公司预计本项目建成并达产后年营业收入为 33217.00 万元，利润总额为 8285.00 万元，税后内部收益率为 33.05%，税后投资回收期 5.33 年（含建设期）。

研发中心改扩建项目计划通过引进高端研发试验设备，升级建设公司研发中心，聚焦于稀土磁性材料成型技术和磁材粉末制备技术，以及电机设计新技术应用。

若上述项目顺利投产，公司产品供给能力将大幅提高。若下游需求增速不及预期，公司可能面临较大产能消化压力。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。2024 年 9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷

款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0%左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 2024 年 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年年报）》。

四、行业分析

车用电机制造行业具有较高技术壁垒，但车用电机行业内市场较为分散，市场竞争激烈，不断提高效率、降低成本是行业内企业维持竞争力的主要手段。公司的电机及清洗系统产品属于汽车零配件行业，与汽车行业发展息息相关。2024 年，中国汽车产销量持续增长，新能源汽车市场渗透率继续提升。整车厂竞争激烈，行业内企业面临较大降本压力。

公司生产车用电机、汽车清洗泵、清洗系统等产品，属于汽车零部件行业，行业景气度受下游汽车制造业影响大，存在一定周期性。根据中国汽车工业协会统计，2024 年，中国汽车产销量分别为 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%；新能源汽车保持高速增长趋势，产销量首次突破千万辆，达 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比增速 34.4%和 35.5%，市场占有率提升至 40.9%，较 2023 年提升 9.3 个百分点。

与整个电机行业相比，车用电机的工作环境相对复杂，需要满足极端天气下的环境温度、汽车行驶过程中的颠簸振动和冲击、蓄电池电压波动大等环境要素，对于电机产品的技术要求相对更高，具有较高进入壁垒。车用电机行业内市场较为分散，市场竞争激烈，现有企业提升竞争力的主要方式为提高效率、降低成本，具体手段包括产品标准化、自制零部件、优化设计与加工工艺等。

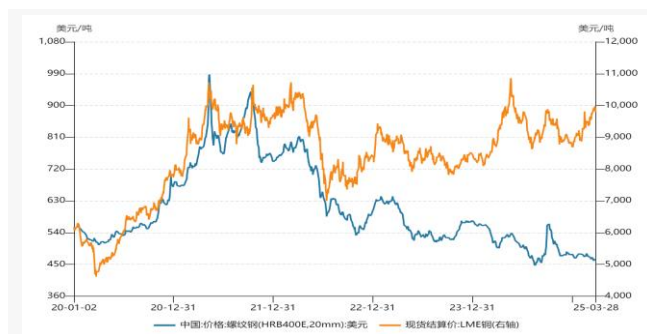
图表 2 • 行业内部分企业情况

企业简称	产品种类
日盈电子	摩托车线束、清洗器前挡喷嘴总成、阳光传感器总成、汽车小线束
三叶电机	电机产品主要包括汽车用的车窗电机、前后雨刮电机、小型电机、前后雨刮总成、玻璃清洗器及喇叭等
考泰斯	汽车燃油箱系统、汽车清洗系统
力佳电机	汽车领域的产品包括废气循环电机，动力滑动门，以及用于座椅腰部支撑和头枕的马达
日本电产	精密小型马达到超大型电机在内的各类马达电机产品
杰必机电	温度控制元件和微型马达
万宝至	应用于汽车电动车窗、后视镜、等各种产品的小型直流微电机
德昌电机	汽车用冷却风扇、电动助力转向电机等驱动子系统
宁波奥云德电器有限公司	汽车洗涤系统、汽车微型电机、汽车起动机后盖总成、汽车发电机、摇窗机上的注塑配件等产品

资料来源：恒帅股份招股说明书

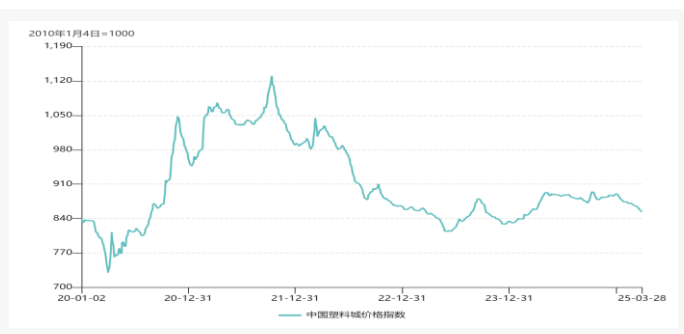
电机制造上游主要为五金件、电子元件、塑料材料、橡胶件等。其中，金属、塑料、橡胶类原材料价格主要受大宗商品价格影响，行业内企业对上游议价能力有限。钢价格 2022 年较之前高位有所回落，2023 年整体价格较低，2024 年整体仍处于下降趋势。铜价 2022 年回落并反弹，2023 年波动较大，2024 年以来多轮冲高，整体在较高位置。塑料价格 2022 年以来较之前回落，至今在较低位置波动。

图表 3 • 钢、铜材料价格走势



资料来源：Wind

图表 4 • 塑料材料价格走势



资料来源：Wind

中长期看，因中国汽车总需求趋于稳定，行业转型过程中市场竞争将更加激烈，成本竞争成为乘用车产业链的主要竞争要素，产业链上下游企业均面临较大降本压力。另一方面，中国人口基数大、汽车普及率与发达国家尚有一定差距，中国汽车市场仍有一定发展空间，行业整体有望稳定运行。

五、基础素质分析

1 竞争实力

基于多年行业技术积累，公司具备一定客户资源优势与成本优势。公司已在全球范围积累了较多优质、稳定客户，并通过产品标准化、纵向一体化等方式有效降低了生产成本。

公司主要从事车用电机技术、流体技术相关产品的研发、生产与销售。经过多年经营，公司积累了一系列先进技术，涉及电机设计、制造与优化等。基于对电机技术的理解和控制，公司能够通过电机技术研发平台覆盖全系列清洗电机产品，并持续通过简化设计、缩短周期等措施降低生产成本。此外，公司持续投入电机技术和新型磁性材料的研发，目前公司新型磁性材料产业化落地进展顺利，已逐步搭建小批量中试线。

公司主生产基地在宁波，具备车用电机、清洗泵、清洗系统及热管理系统等全品类产品生产能力。2024 年，公司电机工序理论产能已达到 4315.71 万件/年。

公司具备一定客户资源优势。公司产品配套车型涵盖多个德系、日系、美系、韩系及国内自主品牌，包括宝马、本田、现代、比亚迪、吉利等；同时，公司也与全球知名的跨国汽车零部件供应商建立了稳定的合作关系，包括斯泰必鲁斯（Stabilus）、庆博雨刮（KBWS）、博世（Bosch）、曼胡默尔（Mann+Hummel）等。

成本竞争是电机行业的主要竞争方式，公司基于技术积累和精益化管理，通过产品标准化、纵向一体化等措施积累了较强成本优势。产品标准化方面，公司基于对电机技术的长期积累，在产品的设计、开发和制造过程中提高通用技术、模块化生产和标准化零部件的比率，以高生产效率、降低生产成本。纵向一体化方面，公司已将生产电机、清洗泵、清洗系统产品所必要的一些核心外购部件，如电机机壳冲压生产工序，洗涤壶、加液管及该等产品所需的注塑件生产工序等逐渐纳入生产环节。同时，公司通过自主设计装配生产线提升车间自动化水平，减少人员配置，以达到提高生产效率、提高产品质量、降低生产成本的效果。

2 人员素质

公司高级管理人员具备丰富行业经验；公司员工结构符合当前经营需要。

截至 2024 年底，公司拥有董事 5 名、监事 3 名、高级管理人员 8 名。

公司创始人、实际控制人许宁宁先生，1960 年生，工商企业管理专业大专学历。1980—1983 年任上海市区勤风塑料制品厂模具工；1983—1986 年任宁波市镇海县钢窗厂技术员；1986—1991 年任鄞县第二微型电机厂技术副厂长；1991—1994 年从事个体经营；1994—1998 年任宁波海曙恒帅微电机厂负责人；1995—2001 年任宁波大榭开发区恒帅微电机有限公司执行董事兼总经理；2001—2014 年任恒帅有限董事长、总经理，2014—2019 年任恒帅有限执行董事兼总经理；2019 年 7 月至今任恒帅股份董事长、总经理。

截至 2024 年底，公司员工中生产人员占比较高，大专及以上学历占比较高。公司员工岗位结构与学历结构符合当前经营特点。

图表 5 • 截至 2024 年底公司人员结构

岗位类别	员工数	教育程度	员工数
生产人员	679	硕士	7
销售人员	20	本科	126
技术人员	110	大专	170
财务人员	10	高中专及以下	673
行政人员	157	--	--
合计	976	合计	976

资料来源：联合资信根据公司财报整理

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：913302057263945208），截至 2025 年 2 月 12 日，公司无未结清或已结清的关注/不良/违约类贷款。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及被行政处罚等行为。

六、管理分析

1 法人治理

公司治理结构和内控制度较为完善。公司股权集中度较高，实控人对公司具有绝对控制权。公司依法建立了较为完善的法人治理结构及运作机制。

法人治理方面，公司股权集中度较高，大股东恒帅投资持股超过 50%，实际控制人许宁宁、俞国梅夫妇合计控制公司股份的 74.15%，能够掌握公司控制权和话语权。公司依照《公司法》等相关法律法规要求，建立了由股东大会、董事会及其专门委员会、监事会、高级管理人员以及独立董事、董事会秘书等组成的较为完善的法人治理结构及运作机制。

股东大会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划等事项。

董事会是公司的日常决策机构，下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和战略委员会四个专门委员会。董事会向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议，并做出决定或提交股东大会审议。公司设董事 5 人，其中独立董事 2 人。

监事会是公司的监督机构，负责对公司董事、管理层的行为及公司的财务进行监督。公司设监事 3 人，其中职工代表监事 1 人，由职工代表大会选举产生。

公司设总经理 1 人，副总经理 5 人，财务总监和董事会秘书各 1 人。公司总经理由董事会聘任，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动。

公司实际控制人兼任公司董事长与总经理，公司管理层损害股东利益风险较低，公司股东控制管理层的成本较低。

2 管理水平

公司建立了较为规范的管理制度，内部控制制度较为健全，管理制度可操作性较强，执行情况较好。

公司根据《企业内部控制基本规范》及其配套指引的规定，建立了由董事会负责、管理层直接领导，覆盖各项业务活动的内控管理体系，内容涵盖治理结构、组织架构、内部审计、风险评估与应对、财务报告、信息与沟通、关联交易、担保业务等多个领域，并根据业务发展需要及外部监管要求，持续完善内部控制管理体系及规范制度建设。

图表 6 • 公司部分管理制度

制度名称			
股东大会议事规则	董事会议事规则	董事会审计委员会实施细则	募集资金管理制度
监事会议事规则	对外投资制度	重大信息内部报告制度	内幕信息知情人登记制度
关联交易管理制度	对外担保制度	外汇套期保值业务执行细则	独立董事专门会议工作制度
独立董事制度	董事会秘书工作制度	上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则	年报信息披露重大差错责任追究制度
财务管理制度	投资者关系管理制度	公司章程	会计师事务所聘任制度

资料来源：联合资信根据公司公告整理

公司规模较小，管理灵活度较高，管理制度可操作性较强，执行情况较好。公司最近五年不存在被证券监管部门和交易所处罚的情形，不存在高级管理人员严重违法违规情况。

七、经营分析

1 经营概况

2022—2024 年，得益于新客户开拓与产品种类增加，公司各类产品收入均有所增长，主营业务毛利率波动提升并保持在较高水平。

公司主要产品为车用清洗泵、清洗系统和汽车电机，应用场景包括汽车的四门两盖、前后车窗、车灯与车载摄像头、充电小门盖等。其他产品主要为热管理系统，包括冷却歧管、电子水泵、电子阀、膨胀水箱等。2022—2024 年，得益于下游需求增长和产品应用领域增加，公司各类产品收入均有所增长。

从收入结构看，公司主营业务突出，其他业务收入占比很低。2022—2024 年，汽车电机类产品收入快速增长，占主营业务收入比重持续提升，主要系产品类别及应用场景增加所致，如后备箱电机、隐形门把手电机、充电小门电机等；清洗系统收入波动增长，清洗泵收入持续增长，主要系老客户订单增加与新客户开拓所致；热管理等其他产品收入有所增长，主要系冷却歧管等产品收入增加所致。2022—2024 年，公司海外收入占比较高，分别占营业总收入的 41.21%、37.06%和 39.20%，汇率波动对公司盈利水平有一定影响。

2022—2024 年，在原材料价格波动、下游客户持续施加降本压力的情况下，公司仍保持着较高毛利水平，主要系公司压缩成本、提高收入所致。成本方面，公司通过长期集中采购获得原材料价格优惠，通过自行装配生产线以优化生产流程，并通过平台化技术、模块化生产及零部件标准化来压缩制造成本。收入方面，公司持续推出高附加值的新产品品类，不断优化产品结构，在下游降本压力下较好维持产品销售均价。

图表 7 • 2022—2024 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、个百分点）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			三年收入复合变化	2024 年毛利率变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
汽车电机	2.68	36.64	33.05	3.69	40.54	37.16	4.33	45.57	36.64	27.03%	-0.52
清洗系统	2.12	28.91	28.34	2.67	29.25	30.52	2.38	25.06	24.78	6.06%	-5.74
清洗泵	1.80	24.51	33.77	2.00	21.98	38.59	2.02	21.27	36.87	6.10%	-1.72
其他产品	0.73	9.94	42.03	0.75	8.24	40.88	0.77	8.09	42.45	2.81%	1.57
合计	7.33	100.00	32.76	9.11	100.00	35.84	9.51	100.00	34.19	13.91%	-1.65

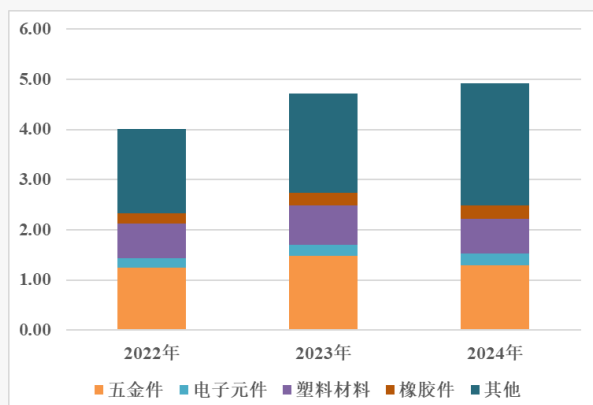
资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 经营分析

公司采取“以销定产、以产定采”的经营模式，原材料采购价格随行就市，下游终端降本压力较大，产品销售集中度较高，公司对上下游议价能力有限。2022—2024 年，公司电机工序产能快速增长，产能利用较饱和；得益于新客户开发和老客户订单量增加，公司总产品产销量持续增长；得益于单价较高的新产品品类推出，公司主要产品销售均价波动增长。

公司原材料包括五金件、电子元件、塑料材料、橡胶件及其他原材料，采购模式为“以产定采”。对于主要原材料和包装材料等重要物资，公司通常与核心供应商签订框架协议，进行长期集中采购以享受长期价格优惠。价格方面，公司原材料种类繁多，平均采购价格代表性不强。其中，五金、塑料、橡胶类材料价格随相关大宗商品波动，电子元件价格受市场供需影响，上游原材料价格随行就市，议价空间有限。整体看，2024 年铜价高于上年，钢价低于上年，塑料价格高于上年，公司直接材料成本占汽车零部件成本的比重由上年 78.70%下降至 76.37%。不同供应商给予公司不同账期，以 2~3 个月为主。2022—2024 年，公司向前五名供应商采购额占年度采购总额的比例分别为 30.32%、31.98%和 32.83%，采购集中度不高，主要供应商无重大变化，不存在依赖单一供应商的情况。

图表 8 • 主要原材料采购金额（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 9 • 公司电机工序产能利用情况

项目	单位	2022 年	2023 年	2024 年
理论产能	万件/年	3282.61	4005.36	4315.71
实际产量	万件	3436.44	4102.82	4311.01
产能利用率	--	104.69%	102.43%	99.89%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司主生产基地位于浙江宁波，并在客户周边设立了清远、沈阳、武汉、美国、泰国子公司作为外部生产基地。产能方面，公司生产的瓶颈工序是电机生产工序，因此电机工序的产能利用率能在一定程度上反映公司整体产能利用情况。2022—2024 年，得益于“年产 1954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目”部分完工并陆续投产，公司电机工序产能持续增长；得益于产品产销量增长，公司产能利用仍较为饱和。

图表 10 • 公司产品产销情况

项目		单位	2022 年	2023 年	2024 年
清洗泵	产量	万件	1503.34	1661.09	1626.21
	销量	万件	1520.37	1655.43	1642.00
	销售均价	元/件	11.81	12.10	12.31
清洗系统	产量	万件	2257.42	2711.67	2374.91
	销量	万件	2181.34	2695.54	2412.96
	销售均价	元/件	9.71	9.89	9.87
汽车电机	产量	万件	1441.35	1949.05	2292.07
	销量	万件	1374.05	1866.49	2281.01
	销售均价	元/件	19.54	19.79	18.99

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司销售模式以直销为主，销售结算方式以电汇为主，少量客户使用银行承兑汇票，境外业务结算以外币为主。公司根据客户的知名度情况、体量大小、资信情况、货运周期等因素，给予不同客户不同等级的货款信用周期，通常在 45~120 天。公司作为一级供应商（Tier1）向整车厂销售清洗系统产品，作为二级供应商（Tier2）向汽车零部件厂销售电机和清洗泵产品。公司下游终端主要为整车厂，市场竞争激烈，降本压力较大。为满足客户降本需求，公司采取了产品标准化、延长产业链、自行装配生产线、工艺改进等措施压缩生产成本。2022—2024 年，受益于主要客户订单量增加与新客户开发，公司产品总产销量持续增长；公司向前五名客户销售额占年度销售总额的比例分别为 48.73%、46.50%和 48.03%，销售集中度较高。2024 年，公司主要客户变化不大，仍覆盖斯泰必鲁斯、庆博雨刮、麦格纳、A 公司等竞争力较强的 Tier1 和整车厂客户。公司客户在产业链上较为强势，公司对下游议价能力有限。未来，若原材料价格大幅波动或整车厂降本需求持续增加，公司毛利水平可能承受较大压力。

3 在建工程

公司在建项目主要为产能建设，尚需投资规模较大，存在一定资本支出压力和筹资压力。随着在建工程推进，公司制造能力有望进一步增强，但若下游需求增速不及预期，公司可能面临较大产能消化压力。

截至 2024 年底，公司在建项目主要为产能建设。下表 1、2 号项目为公司首次公开发行募投项目。其中，1 号项目设备正在持续投入中，已陆续产生经济效益；2 号项目厂房已建设完毕，正陆续购置设备中。1、3、4 号项目为本次债券募投项目。5 号项目为公司在美国新建汽车零部件生产基地，整体投资规模不超过 1500 万美元。

图表 11 • 截至 2024 年底公司主要在建项目情况

编号	项目名称	预算数 (亿元)	累计投入占预 算比例	还需投资 (亿元)	预计完工时 间	主要产品
1	年产 1954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零 部件改扩建及研发中心扩建项目	1.81	90.58%	0.17	2025 年	电机、清洗系统
2	新能源汽车微电机及热管理系统、智能感知 清洗系统零部件生产基地建设项目	4.72	38.84%	2.88	2026 年	水泵、清洗系统
3	泰国新建汽车零部件生产基地项目	2.00	37.03%	1.26	2026 年	清洗泵、电机
4	研发中心改扩建项目	0.73	11.5%	0.65	--	--
5	年产 250 万套洗涤器生产线项目	1.00	40.18%	0.6	--	--
合计		10.26	--	5.56	--	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2024 年底，公司主要在建项目尚需投资约 5.56 亿元，1 至 4 号项目计划部分使用募集资金，5 号项目计划使用自有资金，公司仍存在一定资本支出压力和筹资压力。若本次债券成功发行，将有效补充公司项目建设所需资金。随着在建工程推进，公司制造能力有望进一步增强，但若下游需求增速不及预期，公司可能面临较大产能消化压力。

4 经营效率

2022—2024 年，公司经营效率指标变化不大，与同行业公司相比表现较好。

2022—2024 年，公司销售债权周转次数有所下降，存货周转次数持续上升，主要系数据节点波动所致，总资产周转次数波动下降。

由于部分可比公司年报未出，本报告同行业公司盈利对比分析采用 2023 年数据。与同行业公司相比，公司存货周转率、应收账款周转率和总资产周转次数表现均较好，主要系公司客户资源较为优质、精益化管理实施情况较好所致。

图表 12 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

证券简称	营业总收入（亿元）	存货周转率（次）	应收账款周转率（次）	总资产周转率（次）
恒帅股份	9.23	5.32	4.15	0.71
晋拓股份	10.03	4.09	3.10	0.59
苏奥传感	11.21	5.21	2.96	0.42
松原股份	12.80	3.60	2.41	0.73
日盈电子	7.62	3.43	3.39	0.53

资料来源：Wind

5 未来发展

公司实施一体化战略，计划不断拓展零部件自产边界。未来，公司在多个领域储备新技术和新产品以满足公司持续发展的需求。

公司实施一体化战略，计划不断拓展零部件的自产边界，并在多个领域进行了新技术与新产品储备。清洗领域，公司储备了主动感知清洗系统技术，未来可能在高级别自动驾驶领域会有较好市场前景；电机业务领域，公司一直关注现有产业和技术与新能源汽车和智能汽车领域的结合，持续开发。此外，公司在谐波磁场电机技术和新型磁性材料技术方面已取得一定的技术突破，该技术当前已可应用于物流系统，后续还可能应用于汽车、工业自动化等领域。2024 年，公司已将自产部件能力拓展至磁性材料领域。

八、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见报告。

公司财务报表按照财政部已颁布的最新企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定要求进行编制。

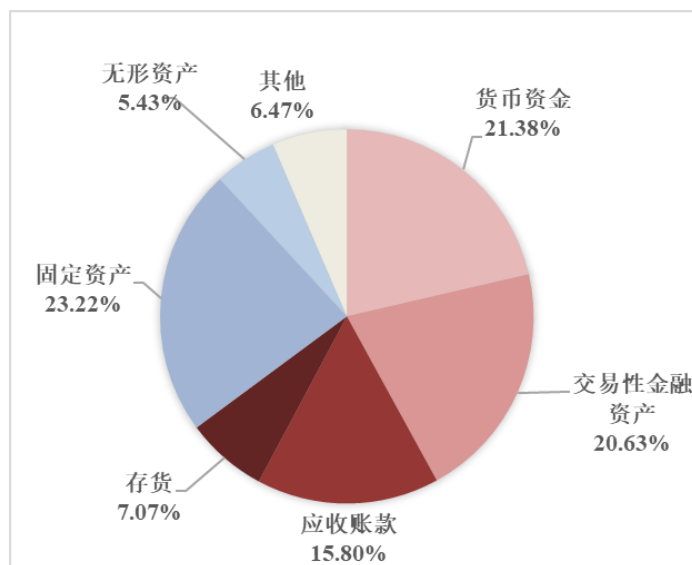
截至 2023 年底，公司合并范围内子公司共 7 家，较 2022 年底新设 2 家，新设子公司尚未从事具体业务运营，对合并报表影响不大；截至 2024 年底，公司合并范围内子公司共 7 家，合并范围较上年底无变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

1 资产质量

公司现金类资产较充裕，固定资产增长较快，截至 2024 年底无受限资产，资产流动性较强，资产质量较好。

2022—2024 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 15.79%，主要系经营规模扩大、产能建设持续投入所致。截至 2024 年底，公司合并资产总额 15.76 亿元，流动资产占 66.79%；公司现金类资产较充裕；应收账款集中度与销售集中度一致，前五大欠款方合计占比 46.78%，按单项计提坏账准备的规模较小；公司存货以库存商品为主，考虑到公司以销定产，存货减值风险一般；公司固定资产快速增长，在建工程持续增长，主要系泰国生产基地等产能建设项目推进所致，固定资产成新率为 67.46%，成新率较高；公司无形资产主要为土地使用权。截至 2024 年底，公司无受限资产。

图表 13 • 2024 年底公司资产构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益主要依赖未分配利润增长，资本实力较弱，权益稳定性一般。

2022—2024 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 18.44%，主要系未分配利润增长所致。截至 2024 年底，公司所有者权益 12.83 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 6.24%、38.55%、3.17%和 51.63%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

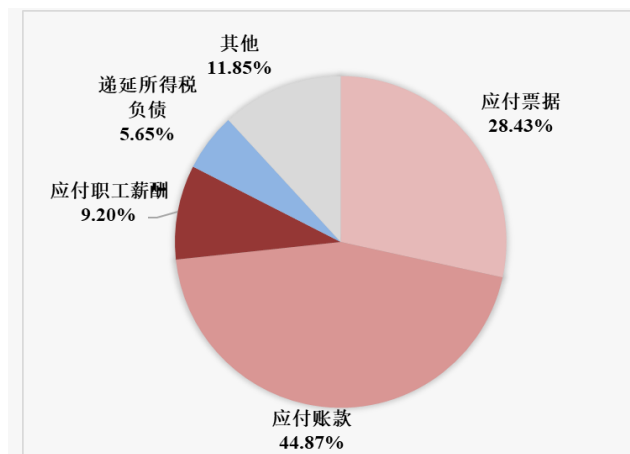
(2) 负债

公司负债主要为经营性负债，负债总额随经营规模扩大而增长。公司债务主要为短期债务，以应付票据为主，考虑到债务负担很轻，集中偿付压力不大。

2022—2024 年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长 5.99%，主要系应付款项随经营规模扩大而增长所致。截至 2024 年底，公司负债总额 2.93 亿元。其中，流动负债占 89.31%，主要为应付票据和应付账款；非流动负债占 10.69%，主要为递延所得税负债和预计负债。公司负债以经营性负债为主，负债结构较上年底变化不大。

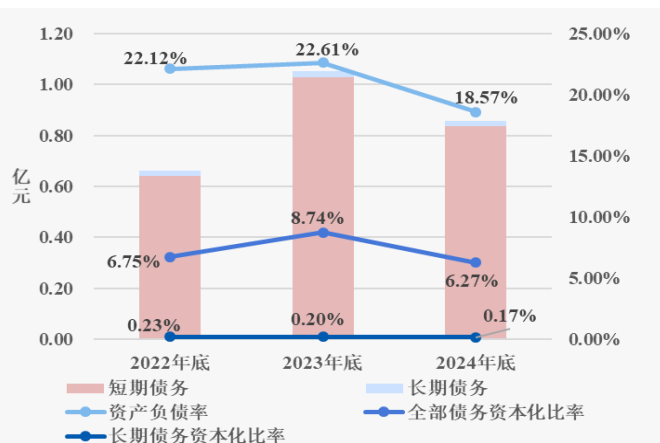
公司债务以短期债务为主，主要为应付票据。2022—2024 年底，公司全部债务波动增长，年均复合增长 13.92%，主要系应付票据随经营规模扩大波动增长所致。截至 2024 年底，公司全部债务 0.86 亿元，短期债务占 97.47%；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底有所下降。公司债务负担很轻，集中偿付压力不大。

图表 15 • 2024 年底公司负债构成



资料来源：联合资信根据公司财报整理

图表 16 • 公司债务情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

3 盈利能力

公司盈利水平较高，营业利润率稳定，期间费用控制较好，非经常性损益对利润总额影响不大。与所选公司相比，公司整体盈利能力较强。

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 14.13%；利润总额持续增长，年均复合增长 22.42%；公司营业利润率较为稳定且保持在较高水平，具体分析见本报告“七、经营分析”章节。公司期间费用控制较好，以管理费用和研发费用为主；投资收益对利润总额影响不大，净资产收益率保持在较高水平。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	7.39	9.23	9.62
营业成本	4.94	5.89	6.28
期间费用总额	0.88	1.02	0.94
投资收益	0.12	0.08	0.05
利润总额	1.66	2.35	2.48
期间费用率 (%)	11.88	11.08	9.74
营业利润率 (%)	32.33	35.36	33.83
总资本收益率 (%)	14.85	16.81	15.62
净资产收益率 (%)	15.91	18.41	16.66

注：非经常性损益

资料来源：联合资信根据公司财报整理

截至本报告发布日，部分可比公司年报尚未出具，故同行业公司盈利对比分析采用 2023 年数据。与所选公司相比，2023 年，公司毛利率较高，期间费用率较低，主要得益于公司技术积累及精益化管理；公司资产负债率较低，主要系此前公司融资方式以股权融资为主；公司净资产收益率较高，客户集中度尚可，整体盈利能力较强。

图表 18 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿 元)	销售毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	资产负债率 (%)	期间费用率 (%)	前五大客户销售占 比 (%)
恒帅股份	9.23	2.02	36.25	18.41	22.61	11.08	46.50
晋拓股份	10.03	0.51	17.23	4.34	32.79	11.28	60.74
苏奥传感	11.21	1.64	23.82	7.89	27.39	12.71	40.33
松原股份	12.80	1.98	31.52	18.57	46.26	12.43	65.43
日盈电子	7.62	0.12	18.68	1.32	47.96	16.75	45.02

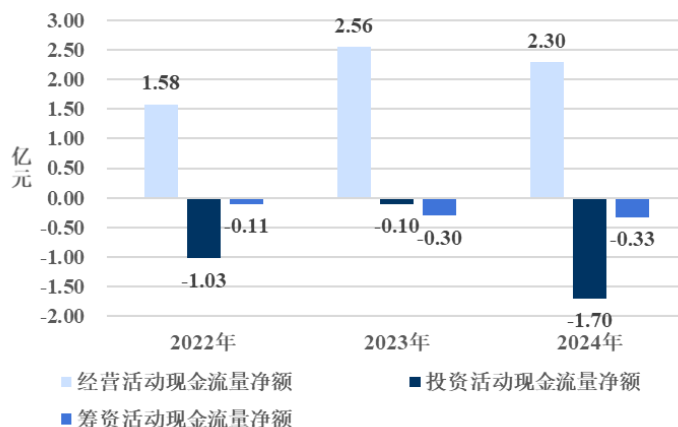
资料来源：联合资信根据公司财报整理

4 现金流

公司经营活动现金净流入规模波动增长，能够覆盖投资活动现金净流出，但仍存在一定融资需求。

2022—2024 年，得益于收入规模增长，公司经营活动现金净流入有所增长；受产能建设投入、设立子公司及购买银行理财影响，公司投资活动现金持续净流出。2024 年，公司现金收入比为 100.22%，收入实现质量较好；受原材料成本上升影响，公司经营活动现金净流入规模同比有所下降。考虑到公司在建工程尚需较大规模资金投入，公司仍存在一定融资需求。

图表 19 • 公司现金流情况



资料来源：联合资信根据公司财报整理

5 偿债指标

2022—2024 年，公司偿债指标表现良好。截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在需披露的重要或有事项；公司具备直接融资渠道，尚未申请银行授信。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	347.82	327.44	402.60
	速动比率 (%)	301.22	288.51	359.98
	经营现金/流动负债 (%)	67.99	88.49	88.04
	经营现金/短期债务 (倍)	2.47	2.49	2.75
	现金类资产/短期债务 (倍)	7.73	5.44	8.01
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	1.89	2.67	2.86
	全部债务/EBITDA (倍)	0.35	0.39	0.30
	经营现金/全部债务 (倍)	2.39	2.43	2.68
	EBITDA/利息支出 (倍)	1460.62	1984.13	3373.82
	经营现金/利息支出 (倍)	1221.65	1903.50	2714.70

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财报整理

公司短期偿债指标表现良好。2022—2024 年，受应付票据波动增长影响，公司短期债务及全部债务波动增长，但经营现金与现金类资产对短期债务覆盖程度均很高；公司 EBITDA 持续增长，对全部债务和利息支出的覆盖程度很高。公司债务主要为经营性负债，按期偿还压力较小。

截至 2024 年底，联合资信未发现公司存在重大诉讼、仲裁事项、重大担保事项。

公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。截至 2024 年底，公司尚未申请银行授信。

6 公司本部财务分析

公司本部即为公司经营主体，债务负担很轻，其资产质量、债务结构和盈利水平与合并报表下的分析结果差异不大。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 16.18 亿元，所有者权益为 13.16 亿元，全部债务 0.84 亿元，全部债务资本化比率 6.02%，债务负担很轻。2024 年，公司本部营业总收入为 9.77 亿元，利润总额为 2.63 亿元，经营活动现金流净额 2.45 亿元。

九、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，依法经营，积极纳税，治理结构和内控制度较为完善。整体看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为汽车零部件制造企业，公司及其子公司不属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司严格遵守国家、省、市级环保法规，定期委托有资质的第三方专业机构对公司运营过程中污染物排放情况及噪声进行监测。公司已经建立了符合 ISO14001:2015 标准的环境管理体系，并通过了 SGS 认证机构新版 ISO14001:2015 环境管理体系认证。公司目前正在实施的项目均已取得相关环评部门的批复，严格按照相关要求认真落实有关的污染防治措施，能够实现污染物稳定达标排放和总量控制要求，公司建设项目对周围环境不会产生明显影响。

社会责任方面，公司严格遵守国家法律、法规、政策的规定，始终依法经营，积极纳税；重视公司的社会责任，实现股东、员工、社会等各方利益的协调平衡；公司响应公司脱贫攻坚、乡村振兴的号召，在多次直接捐赠解决部分民众直接生活困难的同时，与越西县中所镇零关村建立结对帮扶合作，引导企业职工通过“以购代捐”“以买代捐”等方式帮助群众增收。

公司治理结构和内控制度较为完善，详见本报告“六、管理分析”章节。

十、债券偿还风险分析

1 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券的发行对公司债务规模和结构影响很大。

公司本次债券发行规模上限为 3.2759 亿元，为公司 2024 年底全部债务的 3.82 倍。以 2024 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 18.57%、6.27%和 0.17% 上升至 32.59%、24.37%和 20.45%。本次债券对公司债务规模和结构影响很大，发行后公司短期债务占比将大幅下降，公司债务负担尚可。

2 本次债券偿还能力

2024 年，公司经营现金流入量、净流量和 EBITDA 对本次债券发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到条款设置和未来可能的转股因素，公司对本次债券的实际保障能力或将增强。

图表 21 • 本次债券偿还能力测算

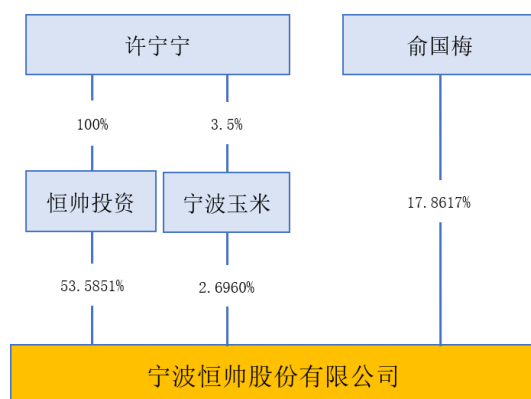
项目	2024 年
发行后长期债务（亿元）	3.30
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.01
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.70
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.15

注：发行后长期债务为将本次债券发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

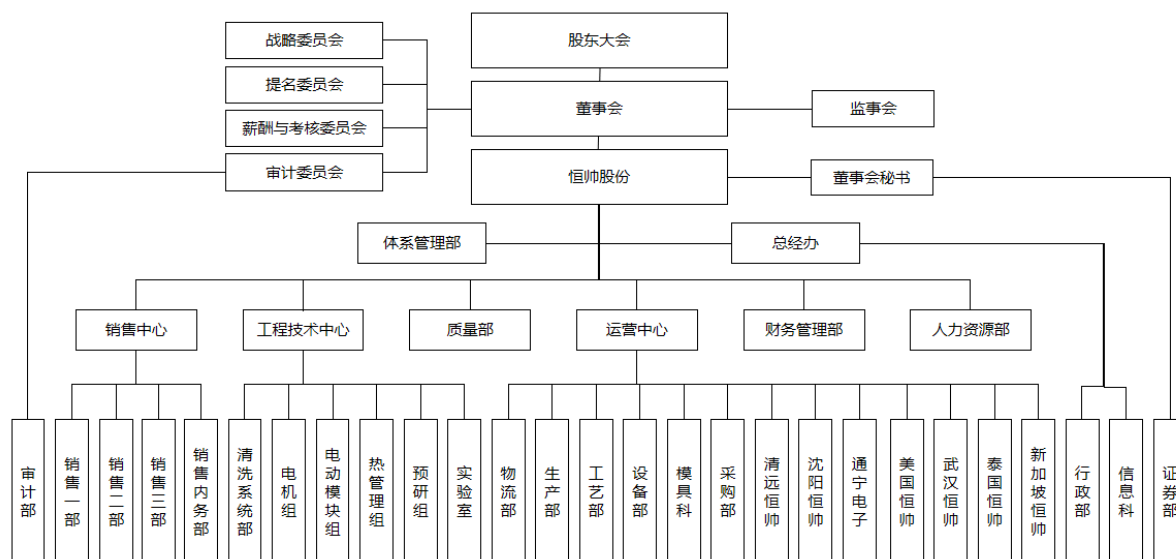
十一、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 A⁺，本次债券信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册资本金	主营业务	持股比例		取得方式
			直接	间接	
沈阳恒帅汽车零件制造有限公司	12,000,000.00	生产、销售	100.00%	--	投资设立
清远恒帅汽车部件有限公司	28,000,000.00	生产、销售	100.00%	--	投资设立
Hengshuai Automotive Inc.	17,083,900.00	生产、销售	100.00%	--	投资设立
宁波通宁汽车电子有限公司	195,000,000.00	生产、销售	100.00%	--	投资设立
武汉恒帅汽车部件有限公司	1,500,000.00	仓储物流服务	100.00%	--	投资设立
Hengshuai (Singapore) PTE.LTD.	32,393,292.00	投资、贸易	100.00%	--	投资设立
Hengshuai Industry (Thailand) CO.,LTD.	82,295,411.00	生产、销售	70.00%	30.00%	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.95	5.59	6.71
应收账款（亿元）	1.90	2.55	2.49
其他应收款（亿元）	0.03	0.02	0.00
存货（亿元）	1.09	1.13	1.11
长期股权投资（亿元）	0.00	0.00	0.00
固定资产（亿元）	1.71	3.01	3.66
在建工程（亿元）	1.14	0.62	0.43
资产总额（亿元）	11.75	14.18	15.76
实收资本（亿元）	0.80	0.80	0.80
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	9.15	10.98	12.83
短期债务（亿元）	0.64	1.03	0.84
长期债务（亿元）	0.02	0.02	0.02
全部债务（亿元）	0.66	1.05	0.86
营业总收入（亿元）	7.39	9.23	9.62
营业成本（亿元）	4.94	5.89	6.28
其他收益（亿元）	0.03	0.07	0.08
利润总额（亿元）	1.66	2.35	2.48
EBITDA（亿元）	1.89	2.67	2.86
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.18	8.89	9.64
经营活动现金流入小计（亿元）	7.33	9.27	9.93
经营活动现金流量净额（亿元）	1.58	2.56	2.30
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.03	-0.10	-1.70
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.11	-0.30	-0.33
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.24	4.04	3.71
存货周转次数（次）	4.84	5.32	5.60
总资产周转次数（次）	0.70	0.71	0.64
现金收入比（%）	97.22	96.32	100.22
营业利润率（%）	32.33	35.36	33.83
总资本收益率（%）	14.85	16.81	15.62
净资产收益率（%）	15.91	18.41	16.66
长期债务资本化比率（%）	0.23	0.20	0.17
全部债务资本化比率（%）	6.75	8.74	6.27
资产负债率（%）	22.17	22.61	18.57
流动比率（%）	347.82	327.44	402.60
速动比率（%）	301.22	288.51	359.98
经营现金流动负债比（%）	67.99	88.49	88.04
现金短期债务比（倍）	7.73	5.44	8.01
EBITDA 利息倍数（倍）	1460.62	1984.13	3373.82
全部债务/EBITDA（倍）	0.35	0.39	0.30

资料来源：联合资信根据公司财报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	4.50	5.26	6.16
应收账款（亿元）	1.90	2.56	2.65
其他应收款（亿元）	0.01	0.02	0.00
存货（亿元）	1.05	1.10	1.05
长期股权投资（亿元）	2.47	3.40	4.20
固定资产（亿元）	1.34	1.45	1.47
在建工程（亿元）	0.15	0.20	0.19
资产总额（亿元）	11.78	14.43	16.18
实收资本（亿元）	0.80	0.80	0.80
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	9.27	11.20	13.16
短期债务（亿元）	0.63	1.06	0.84
长期债务（亿元）	0.00	0.01	0.00
全部债务（亿元）	0.63	1.07	0.84
营业总收入（亿元）	7.39	9.25	9.77
营业成本（亿元）	4.98	5.93	6.43
其他收益（亿元）	0.03	0.07	0.07
利润总额（亿元）	1.71	2.45	2.63
EBITDA（亿元）	1.71	2.46	2.63
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	7.17	8.90	9.67
经营活动现金流入小计（亿元）	7.31	9.05	9.93
经营活动现金流量净额（亿元）	1.83	2.41	2.45
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.31	-0.03	-2.02
筹资活动现金流量净额（亿元）	-0.10	-0.30	-0.36
财务指标			
销售债权周转次数（次）	4.24	4.04	3.65
存货周转次数（次）	5.03	5.52	5.98
总资产周转次数（次）	0.69	0.71	0.64
现金收入比（%）	97.12	96.21	98.93
营业利润率（%）	31.93	35.09	33.46
总资本收益率（%）	15.23	17.36	16.32
净资产收益率（%）	16.26	19.00	17.35
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.09	0.00
全部债务资本化比率（%）	6.40	8.70	6.02
资产负债率（%）	21.28	22.39	18.64
流动比率（%）	333.03	307.63	364.01
速动比率（%）	286.39	270.11	325.46
经营现金流动负债比（%）	81.04	82.29	89.60
现金短期债务比（倍）	7.10	4.98	7.30
EBITDA 利息倍数（倍）	1799.30	1243.52	2056.13
全部债务/EBITDA（倍）	0.37	0.43	0.32

资料来源：联合资信根据公司财报整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) /营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本次债券信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

宁波恒帅股份有限公司（以下简称“贵公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本次债券评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本次债券如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本次债券信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本次债券相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本次债券信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。