

# 无锡市振华汽车部件股份有限公司 相关债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【1063】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。

# 无锡市振华汽车部件股份有限公司相关债券2025年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
锡振转债	AA-	AA-

## 评级观点

本次等级的评定是考虑到：无锡市振华汽车部件股份有限公司（以下简称“无锡振华”或“公司”，证券代码：605319.SH）作为国内乘用车身零部件冲压及分拼总成加工的头部专业供应商，核心客户优质，并与部分客户的合作车型进一步增加，有望在行业中持续受益。但同时中证鹏元也关注到，公司分拼总成业务生产线专用性强，2024年受欧盟反补贴调查影响大，业务开展不及预期，面临较大的产能消化压力；客户集中度较高，存在一定的客户集中度风险；短期偿债能力指标表现不佳，产能扩张和投资加大了公司的资金支出压力；此外，本期可转债新增产能消化存在一定不确定性。

## 评级日期

2025年7月28日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.3	2024	2023	2022
总资产	51.27	48.53	45.76	33.42
归母所有者权益	25.33	24.36	21.85	18.10
总债务	--	9.28	6.39	3.90
营业收入	6.00	25.31	23.17	17.47
净利润	0.95	3.78	2.77	0.81
经营活动现金流净额	0.88	4.69	4.24	-0.55
净债务/EBITDA	--	0.71	0.61	1.01
EBITDA 利息保障倍数	--	30.46	30.07	29.73
总债务/总资本	--	27.58%	22.63%	17.74%
FFO/净债务	--	100.73%	102.01%	64.40%
EBITDA 利润率	--	30.03%	28.15%	18.81%
总资产回报率	--	10.15%	9.30%	3.51%
速动比率	0.89	0.87	0.83	0.78
现金短期债务比	--	0.49	0.48	0.27
销售毛利率	28.10%	25.87%	25.07%	15.40%
资产负债率	50.60%	49.80%	52.25%	45.83%

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：朱琳艺  
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：朱建业  
zhujy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **公司作为国内乘用车身零部件冲压及分拼总成加工的头部专业化供应商有望在行业环境中持续受益。**2024 年中国汽车市场整体呈稳中有增态势，全年累计销量 3,143.6 万辆，同比增长 4.5%，销量创历史新高，新能源汽车高景气度延续，2024 年我国新能源汽车实现销量 1,286.6 万辆，同比增长 35.5%；2024 年实现汽车出口 640.7 万辆，同比增长 24.9%。在新能源替代及出口的双重推动下整车销量持续增长，车身零部件市场规模有望进一步提升，公司是国内乘用车身零部件冲压及分拼总成加工的专业化供应商之一，在冲压及焊接零部件的生产技术与工艺、产品设计和开发、客户响应等方面具有一定的优势，客户覆盖传统燃油车及新能源领域，有望在行业增长中受益。
- **公司核心客户优质，并与部分客户的合作车型进一步增加。**公司主要客户包括上汽集团、特斯拉、理想汽车、小米汽车<sup>1</sup>等优质企业，公司与小米汽车合作车型较多并有所受益，亦同特斯拉和理想汽车的合作车型进一步增加，整体保持了较为向好的合作关系，有望随客户产品终端销售走强受益。

## 关注

- **分拼总成业务产线专为上汽乘用车公司<sup>2</sup>配套，受欧盟反补贴调查影响大，业务开展不及预期，面临较大的产能消化压力。**2024 年上半年公司分拼总成业务郑州二期厂房工程 30 万台套产能转固，但 2024 年欧盟对华汽车出口启动反补贴调查并加征关税，对上汽乘用车产销影响较大，并对公司分拼总成业务收入及毛利率产生了较大负面影响，未来仍需关注中欧汽车关税谈判对公司订单承接的影响，同时该业务生产设备投入规模较大，毛利率表现对规模经济依赖较大，需关注投资回收情况及毛利率表现。
- **客户集中度较高，存在一定的客户集中度风险。**2024 年公司对前五名客户销售额占比进一步提升至 73.51%，客户集中度仍较高，公司提供的产品和服务定制性强，受装配车型产销量影响大，汽车市场面临的“内卷外压”环境仍在延续，若单一客户终端市场销量不及预期，将会加大公司业绩波动。
- **公司短期偿债指标表现较弱，产能扩张和投资加大了公司的资金支出压力。**2024 年公司固定资产开支强度较大，总债务规模持续攀升，以短期债务为主，自由现金流为负，现金短期债务比为 0.49，短期偿债指标表现较弱，本期转债募投项目预计总投资 6.48 亿元，本期转债募集资金 5.20 亿元，仍有一定资金缺口，且在建车用功率半导体组件电镀项目亦需一定规模投入。
- **本期可转债新增产能消化存在一定不确定性。**本期转债年产 50 万台套汽车零部件募投项目主要面向京津冀地区客户，新增产能消化取决于现有客户未来合作车型产销情况、新客户开拓情况，但整车厂之间的竞争日趋激烈，若未来产品和客户开发不及预期则产能存在无法顺利消化的风险。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在燃油车和新能源汽车均有合作客户布局，其车身冲压零部件模具开发及生产工艺技术、配套服务能力具有一定的市场竞争力，选择性精密电镀业务竞争优势较强，整体经营状况较为稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	华达科技	英利汽车	多利科技	常青股份	金鸿顺	公司
总资产	68.05	78.43	59.03	58.67	14.65	48.53

<sup>1</sup>上汽集团为上海汽车集团股份有限公司简称，包括了上汽大通汽车有限公司及其分公司、上海汽车集团股份有限公司乘用车分公司等上汽集团单位；理想汽车为北京车和家信息技术有限公司简称；小米汽车为小米汽车科技有限公司简称。以下均用简称。

<sup>2</sup>上汽乘用车公司指上海汽车集团股份有限公司乘用车分公司，以下均用简称。

营业收入	51.06	46.93	35.92	34.09	8.67	25.31
净利润	2.72	0.45	4.23	0.68	-0.12	3.78
销售毛利率	16.02%	10.90%	21.08%	17.03%	9.50%	25.87%
资产负债率	45.20%	39.44%	22.80%	58.56%	30.43%	49.80%

注：以上各指标均为 2024 年末/度数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
汽车零部件企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

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	8/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	非常强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
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					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</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
锡振转债	5.20	5.20	2024-08-27	2031-06-18

## 一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划用于廊坊振华全京申汽车零部件项目及补充流动资金。截至2025年7月16日，“锡振转债”债募集资金专项账户余额为1.73亿元。

## 二、 发行主体概况

跟踪期内公司名称、控股股东、实际控制人均未发生变化，截至2025年3月末，公司控股股东仍为无锡君润投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“无锡君润”），实际控制人仍为钱犇、钱金祥。钱犇、钱金祥分别直接持有公司22.37%、11.70%股权，并通过无锡君润间接持有27.53%股权；此外，无锡康盛投资合伙企业（有限合伙）全部合伙人钱金方、钱金南、钱小妹为钱金祥之兄弟姐妹，持有公司3.84%股权，上述股东方持有股权无质押情况。2024年公司将原回购用于股权激励的420,600股股份进行注销，小幅减资。

2024年公司仍主要专注于汽车车身结构件领域，业务仍以汽车冲压零部件、分拼总成加工服务、模具和选择性精密电镀业务四大板块为主。公司的汽车冲压零部件、分拼总成加工协同性很高，客户涵盖传统及新能源汽车领域的整车厂如上汽集团、特斯拉、理想汽车及小米汽车等；选择性精密电镀业务主要客户仍为联合电子及其供应商。2024年，公司合并范围新增1家子公司为上海九字道汽车零部件有限公司。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2025年上半年经济迎难而上，平稳向好；下半年加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，做强国内大循环，推动经济转型和高质量发展**

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，果断出手，稳住了市场预期和信心，上半年GDP同比增长5.3%，比去年同期和全年均提升0.3个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，上半年社会消费品零售总额已经达到24.55万亿元，同比增长5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加近期中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，上半年高技术产业增加值同比增长9.5%。下半年全球经济形势复杂多变，要继续统筹国内经济和国际经贸工作，推进贸易多元化，同时进一步做强国内大循环，以高质量发展的确定性应对外部不确定性，预计全年经济目标能顺利完成。宏观政策加快落实一揽子存量政策和储备增量政策，以应对不时之需。财政政策加快支出进度，持续做好

“两新”和“两重”工作，推动新型政策性金融工具落地实施。货币政策维持适度宽松，保持流动性充裕，降息降准仍可期，发挥结构性工具的效能，支持科技创新、服务消费等。落实中央城市工作会议的要求，更大力度推动房地产市场止跌回稳，构建房地产发展新模式，建设现代化人民城市。纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出，关注相关行业的“反内卷”政策。

## 行业环境

我国汽车产业市场规模预计稳中有增，汽车零部件行业有望继续受益；但需关注下游主机厂竞争较为激烈，易对零部件企业经营形成扰动，2025年随着贸易政策不确定性加大，预计汽车零部件厂商将加快海外产能布局

2024年中国汽车市场整体呈稳中有增态势，全年累计销量3,143.6万辆，同比增长4.5%，自2021年以来已连续4年实现保持增长趋势，全年销量更创历史新高。新能源汽车高景气度延续，2024年我国新能源汽车实现销量1,286.6万辆，同比增长35.5%，出口市场方面，我国汽车出口量自2023年超越日本，跃居全球第一，2024年仍保持良好的增长势头，全年实现汽车出口640.7万辆，同比增长24.9%，自主品牌全球认可度持续提升。

近年中央和地方政府大力推进以旧换新促销活动，利好政策频出，主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力，长期看我国汽车产业仍具备增长空间，汽车零部件行业有望继续受益。但近年整车市场竞争加剧，且按照行业惯例，供应商每年向车企提供3%-5%的降幅，由于近年整车降价，部分零部件厂商被主机厂要求降价10%-20%，同时拉长回款周期，对零部件企业利润空间形成较大挤压。

图1 2024年我国汽车销量稳中有增



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图2 汽车出口市场保持较高景气度

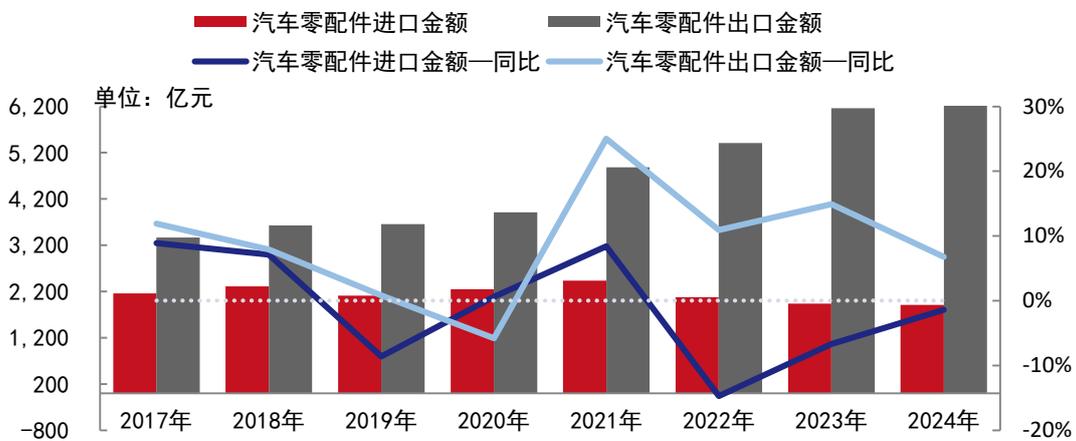


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

中国汽车零部件企业成本优势突出，近年汽车零部件出口总体保持了较强的韧性，2024年中国汽车零部件出口金额同比增长6.80%，续创历史新高。同时，近年国内零部件企业跟随国际一级供应商或特斯

拉等主机厂在东南亚、墨西哥等地建厂，一方面可更好地服务海外客户，另一方面亦有助于缓解关税壁垒对企业的影响。海外布局较早的中国汽车零部件工厂已开始形成规模化收入和利润，未来有望进一步打开自身成长空间。目前，国内本土整车厂商如比亚迪、奇瑞、华为产业链等具备较好的新能源汽车市场竞争优势，随着上述企业进一步开拓海外市场，亦有望驱动产业链上配套汽零企业的业绩增长。但2025年以来，中美贸易政策变化频繁，给国内汽车零部件企业出口业务带来较大不确定性，考虑到中国汽车零部件在全球具有重要地位，短期内难以被替代，预计未来更多的汽车零部件企业以海外建厂的方式实现出海，海外产能布局进程加快，需关注汽车零部件企业的资本支出压力和海外工厂的盈利能力。

图3 2024年汽车零配件出口保持增长



资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

燃油车时代汽车行业供应链以金字塔结构为主，即整车厂到一级、二级、三级供应商层层递进，秩序明晰，整车厂多直接同一级供应商沟通协作，二、三级相对较少；但随着汽车电动化和智能化将三电系统、智能系统和互联网引入汽车行业，汽车供应链呈日趋复杂态势。部分整车厂商加大产业链垂直整合力度，如比亚迪致力于自研自供电池、电机、芯片等重要零部件，特斯拉则致力于自动驾驶系统的自研自供；部分整车厂商有时寻求绕过部分一级供应商，同二级供应商联合开发零部件，有时绕过电池企业投资锂矿等上游原材料等。此外，如华为等供应商着力为整车厂商提供“交钥匙”方案，试图成为战略重要性堪比整车厂的供应商。究其原因，汽车“新四化”后，部分零部件一体化趋势明显，且整车厂商更为注重车机系统的配合及后期软件的升级迭代，掌握车辆更多的生产环节和用户数据，有助于其提升产品力，缩短车辆迭代周期，获取竞争优势。在此趋势下，预计未来更多整车厂商存在垂直整合需求，核心零部件供应商或相较燃油车时代更为集中。

## 四、经营与竞争

公司作为国内整车企业的一级供应商，仍主要为整车厂提供车身冲压零部件及模具开发、分拼总成焊接服务，客户仍以上汽集团、特斯拉（2021年新增）、理想汽车（2018年新增）和小米汽车（2023年

新增) 为主。2024年汽车行业“内卷外压”环境对来自上汽集团的冲压零部件及分拼总成焊接订单产生了负面影响, 受此影响, 公司分拼总成加工业务收入同比下滑25.73%, 但设备折旧等成本较为刚性, 该业务毛利率减少19.66个百分点, 但受益于汽车整车市场产销增长及小米汽车、理想汽车等新能源客户产品终端销售走强, 公司冲压零部件业务收入同比增长16.64%, 得益于原材料成本下行及客户结构调整, 毛利率增加8.25个百分点, 模具业务收入同比增长126.67%, 毛利率增加8.45个百分点。选择性精密电镀业务稳步增长。综合影响下公司主营业务收入同比增长11.60%, 毛利率水平整体微降。

**表1 公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元)**

项目	2025年1-3月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
冲压零部件业务	4.05	71.40%	20.19%	14.84	61.98%	16.76%	12.72	59.31%	8.57%
分拼总成加工业务	1.01	17.74%	15.86%	4.39	18.35%	21.91%	5.91	27.57%	41.57%
选择性精密电镀加工业务	0.46	2.81%	73.96%	1.80	7.52%	80.53%	1.53	7.14%	79.42%
模具业务	0.16	8.04%	28.76%	2.91	12.15%	12.59%	1.28	5.98%	4.14%
<b>合计</b>	<b>5.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.99%</b>	<b>23.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.99%</b>	<b>21.45</b>	<b>100.00%</b>	<b>22.46%</b>

资料来源: 公司提供, 中证鹏元整理

### (一) 冲压零部件及分拼总成加工业务

2024年公司客户集中度较高, 易受配装车型产销量影响, 主要客户上汽集团订单有所下滑, 但公司与小米汽车合作车型较多并有所受益, 亦同特斯拉和理想汽车的合作车型增多; 分拼总成加工业务仍主要面向单一客户, 2024年受上汽乘用车产销下滑影响, 分拼总成业务收入及毛利率均有所下行。此外, 汽车市场面临的“内卷外压”环境仍在延续, 需关注中欧汽车关税谈判、汽车消费补贴及终端消费市场格局变化对公司经营的影响

公司专注于汽车零部件领域, 是行业内能够提供汽车冲压及焊接零部件的模具开发、冲压件生产以及分拼总成加工服务的专业化供应商之一, 公司与上汽乘用车、上汽大众汽车有限公司 (以下简称“上汽大众”)、上汽通用汽车有限公司 (以下简称“上汽通用”)、理想汽车、特斯拉、小米汽车等知名整车制造商建立了稳定的战略合作关系, 公司客户集中度仍较高。其中, 冲压零部件产品定制性强, 受装配车型产销量影响大, 2024年公司合作客户小米汽车产销较为理想, 同理想汽车的合作车型增加, 并跟进特斯拉改款车型, 来自上述客户的收入同比增加带动冲压零部件收入增长, 模具加工业务主要系冲压零部件或分拼总成加工业务衍生亦同比高增。

分拼总成业务仍专为上汽乘用车开展, 客户单一, 以净额法结算分拼总成加工收入, 但采用总额法对同上汽乘用车的应收账款、应付账款及现金流进行列报。2024年汽车市场整体面临“内卷外压”, 欧盟对华汽车出口启动反补贴调查并加征关税, 对上汽乘用车产销影响较大, 并对公司分拼总成业务收入及盈利能力产生较大负面影响。值得关注的是, 目前中欧汽车关税谈判仍在进行, 但谈判走向及能否取得实质性成果仍存在不确定性, 需关注未来高额关税仍保持或进一步加码、谈判结果向本土化建厂的偏

移，均会对上汽集团生产安排、发展战略及采购政策产生影响，或对公司经营产生不利影响。其次，新能源汽车终端消费在“国补地补”刺激下2024年延续较高增速，若未来汽车消费补贴退坡或导致增速下滑；再次，终端消费市场的竞争较为激烈，产品升级迭代快，市场竞争格局变化大，若公司主要客户产品产销不及预期将对公司经营产生不利影响。

**表2 近年公司前五大客户情况（单位：万元）**

期间	序号	客户名称	销售金额	占比
2024年	1	上汽集团	90,308.86	35.68%
	2	特斯拉	31,773.04	12.55%
	3	理想汽车	26,380.32	10.42%
	4	小米汽车	24,228.08	9.57%
	5	无锡威孚	13,348.05	5.27%
		合计	<b>186,038.36</b>	<b>73.51%</b>
2023年	1	上汽集团	108,500.82	46.83%
	2	特斯拉	24,719.79	10.67%
	3	上汽通用	18,469.89	7.97%
	4	无锡威孚	10,788.17	4.66%
	5	理想汽车	6,456.72	2.79%
		合计	<b>168,935.38</b>	<b>72.91%</b>

注1：上表中上汽集团包括上汽大通汽车有限公司及其分公司、上海安莱德汽车零部件有限公司及其分公司、上海赛科利汽车模具技术应用有限公司及其分公司、上海汽车集团股份有限公司乘用车分公司等上汽集团单位。

注2：公司与理想汽车合作始于2018年，主要提供冲压零部件；与特斯拉合作始于2021年，主要提供冲压零部件。

注3：公司前五大客户口径基于对无锡市振华开祥科技有限公司（以下简称“无锡开祥”）同一控制下合并后追溯调整数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产方面，2024年分拼总成业务开展不及预期，仍面临较大的产能消化压力，需关注未来产能消化情况，以及收入、毛利下滑和投资回收风险；2024年公司对廊坊振华生产基地冲压及焊接产能进行扩建，以进一步优化产能布局，提升生产技术与工艺、产品设计和开发、客户响应等方面的竞争力

2024年公司冲压零部件产品产销率有所提升，但分拼总成业务产能利用率表现不佳；2024年郑州振华君润汽车部件有限公司（以下简称“郑州君润”）二期30万台套产能转固，分拼总成业务产能有所上升，但2024年客户订单不足，产能利用率仅为56.36%，需关注上汽乘用车产销情况及公司产能消化情况，同时该业务生产设备投入规模较大，毛利率表现对规模经济依赖较大，需关注投资回收情况及毛利率表现。

**表3 公司产销情况（单位：万件）**

产品名称	项目	2024年度	2023年度
冲压零部件	产能利用率	77.25%	67.59%
	产量	11,262.06	11,167.05
	销量	11,312.76	10,904.50

	产销率	100.45%	97.65%
分拼总成件	产能利用率	56.36%	79.53%
	产量	2,330.51	3,081.88
	销量	2,327.85	3,053.57
	产销率	99.89%	99.08%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司在国内主要客户周边建设了多个生产基地及生产配套网络，生产基地分布在上海、无锡、郑州、武汉、宁德和廊坊。截至2024年末，公司已建成7个主要冲压零部件及分拼总成加工生产基地，其中郑州君润和宁德振华振德汽车部件有限公司（以下简称“宁德振德”）为分拼总成加工基地。

**表4 截至2024年末公司主要生产基地情况（单位：亿元）**

主体名称	核心产能	建成时间	总资产	营业收入
公司本部	汽车零部件制造	新厂区 2015 年第四季度	25.29	15.05
郑州振华君润汽车部件有限公司	分拼总成加工	2017 年第四季度	14.25	3.86
宁德振华振德汽车部件有限公司	分拼总成加工	2019 年第四季度	5.09	1.03
上海恒伸祥汽车部件有限公司	分拼总成加工、汽车零部件制造	2021 年四季度	4.91	3.32
武汉振华恒升祥汽车零部件有限公司	汽车零部件制造	2019 年	1.62	1.46
无锡市振华亿美嘉科技有限公司	汽车零部件制造	-	4.48	1.81
廊坊振华	汽车零部件制造	租用厂区 2024 年一季度，自建厂区预计 2026 年 1 季度完工	4.18	2.42

注 1：2021 年公司 IPO 募集资金 5.04 亿元，其中 0.56 亿元用于武汉生产基地扩建，该项目 2022 年 3 月达到可使用状态；0.92 亿元用于年产 60 万台套汽车车身零部件，该项目 2020 年 9 月达到可使用状态；3.06 亿元用于宁德振德项目，该项目 2020 年 10 月达到可使用状态。

注 2：“锡振转债”募投项目由廊坊振华实施，用于新建厂房新增冲压、焊接产能，项目成功实施达产后，将具备年产 50 万台套汽车零部件的生产能力，项目计划总投资 6.48 亿元，拟使用募集资金投入金额为 4.20 亿元。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024 年末，公司在建产能主要为“锡振转债”募投项目廊坊振华全京申年产 50 万台套汽车零部件项目。公司现有客户小米汽车、理想汽车在京津冀地区均有较大规模的整车产能布局，此外京津冀地区还拥有北汽、长城、现代、奔驰、丰田等知名整车企业。项目的建设将进一步提高对重点客户的就近配套能力；在建项目预计总投资 6.48 亿元，本期转债募集资金 5.20 亿元，项目预计 2026 年一季度完工，截至 2025 年 6 月 24 日已经投入 2.47 亿元，仍有部分资金需自筹。值得关注的是中国汽车行业“内卷外压”环境下，若未来目标客户合作车型产销不及预期则产能存在无法顺利消化的风险。

**车用钢材是公司主要的原材料，钢材价格预期未来仍趋弱；分拼总成业务成本主要为折旧等固定成本，有较强的规模依赖**

公司冲压零部件业务成本中车用钢材占比约 60%，以镀锌板和冷轧板为主，钢材采购分为期货采购和现货采购两种，主要采购对象为钢材贸易商，钢材价格预期未来仍趋弱。分拼总成加工业务成本主要为制造费用，近年占比在 65% 左右，主要为辅助生产人员薪酬和折旧，有较强的规模依赖，若上汽乘用车产

销仍不及预期或调整采购策略导致业务量下滑，将会对该业务毛利率产生较大影响。

公司供应商集中度仍不高，2024年公司前五大供应商占比不超过30%，单一供应商依赖程度不高。供应商同公司的信用账期一般在45-60天，基本与公司给予下游客户的账期一致。

## （二）选择性精密电镀业务

无锡开祥是联合电子选择性精密电镀业务唯一的国内供应商，2024年公司选择性精密电镀业务受益于终端混动、燃油及增程式汽车销量提升，产销稳步提升；但客户仍单一，易受联合电子订单安排影响

2023年公司定增募集资金2.35亿元，收购无锡开祥，无锡开祥于2016年成为联合电子在精密镀铬工艺领域国内唯一的合格供应商，并与联合电子保持了较长时间的战略合作关系，主要为汽车发动机高压喷油器和高压燃油泵中的部分零部件（主要为衔铁、内支撑杆和铁芯等）提供选择性精密电镀服务。

选择性精密电镀业务主要客户包括联合电子及其指定的一级供应商无锡威孚奥特凯姆精密机械有限公司（以下简称“无锡威孚”）和海瑞恩，但所有产品均由联合电子确定产品技术参数及协商加工费，最终客户仅为联合电子，客户仍单一。联合电子产品的最终使用客户包括上汽通用、上汽大众、一汽大众、比亚迪、上汽乘用车、长城汽车、吉利汽车等国内知名整车制造企业。公司精密电镀件生产受益于终端混动、燃油及增程式汽车销量提升，产销稳步提升，但易受联合电子订单安排影响。此外，选择性精密电镀属于环境保护部门公布的重点排污监测单位，面临较为严格的环保管制，需关注公司的安全生产及污染防治情况。

**表5 公司产销情况（单位：万件）**

产品名称	项目	2024 年度	2023 年度
精密电镀件	产能利用率	79.59%	64.72%
	产量	12,296.12	9,998.56
	销量	12,220.90	10,104.29
	产销率	99.39%	101.06%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，公司在建项目为车用功率半导体组件项目，项目总投资1.05亿元，2025年2月19日已经取得《关于无锡市振华开祥科技有限公司新建车用功率半导体组件项目环境影响报告书的批复》，截至2025年6月末已经投入0.80亿元。

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

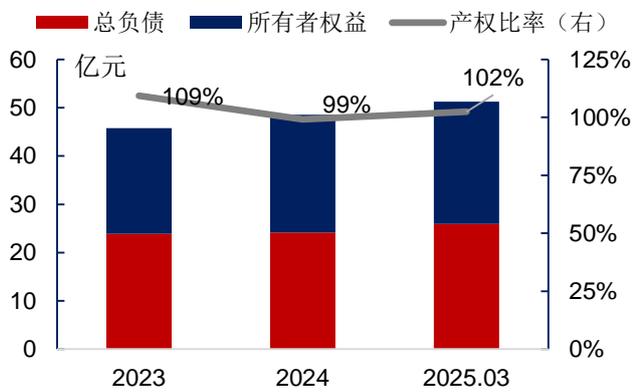
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

2024年公司经营结余较多并积极进行生产扩张，资产规模持续增长，公司整体资产质量较好；新客户合作加深及新增产能的释放使得公司盈利能力小幅优化，且整体趋势表现较好；经营净现金流虽进一步加大但仍无法覆盖资本开支，致使现金短期债务比表现相对较弱，但2025年6月“锡振转债”的发行有效减轻了公司的资金支出压力

### 资本实力与资产质量

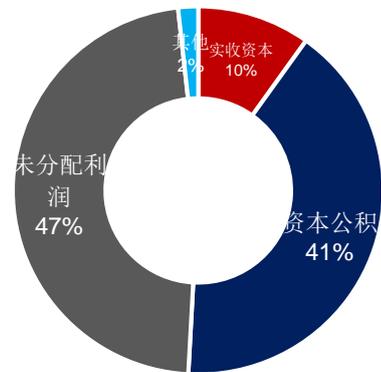
2024年得益于经营结余，公司所有者权益规模进一步增长。截至2025年3月末，公司所有者权益主要为资本公积、未分配利润和实收资本。同期受公司业务扩张、借款增加影响，总负债规模微增，整体产权比率下滑，所有者权益对总负债的保障程度有所增强。

图4 公司资本结构



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

图5 2025年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2024年公司积极进行产能扩张，主营业务带来的现金净流入及新增借款主要用于业务扩张和产能投入。截至2024年末，公司现金类资产4.45亿元，受限比例较低。

公司以净额法结算分拼总成加工收入，但采用总额法对同上汽集团的应收账款、应付账款及现金流进行列报，该业务产生的应收账款及应付账款规模较大，致使应收账款在总资产中的占比较高，截至2024年末公司前五大应收账款余额13.74亿元，上汽集团为第一大应收方，其余为应收冲压零部件业务款项。公司产销情况良好，存货规模进一步下滑，主要为原材料、库存商品和在产品，2024年末原材料以冷轧板、热镀锌板等车用钢材为主，账面价值为1.35亿元，库存商品账面价值为0.69亿元，仍需关注可能存在存货跌价风险。

公司积极扩产，2024年郑州二期厂房工程转固及购置机器设备固定资产增加5.18亿元，廊坊振华项目仍在持续投入，需关注产能消化及折旧影响。无形资产主要系土地使用权。

表6 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

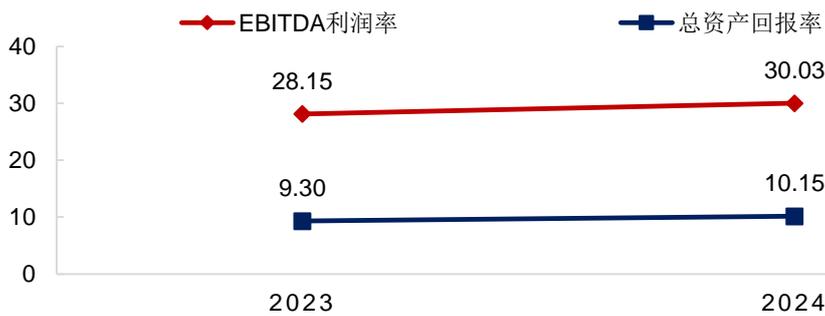
货币资金	3.27	6.38%	1.84	3.80%	2.15	4.69%
应收账款	15.16	29.57%	14.85	30.60%	15.07	32.93%
应收款项融资	2.98	5.82%	2.61	5.38%	0.71	1.56%
存货	3.08	6.00%	2.91	6.00%	3.26	7.13%
<b>流动资产合计</b>	<b>25.38</b>	<b>49.50%</b>	<b>23.01</b>	<b>47.41%</b>	<b>22.08</b>	<b>48.24%</b>
固定资产	18.77	36.62%	19.04	39.24%	15.88	34.70%
在建工程	2.74	5.34%	2.05	4.23%	3.85	8.41%
无形资产	2.66	5.19%	2.67	5.50%	2.15	4.69%
<b>非流动资产合计</b>	<b>25.89</b>	<b>50.50%</b>	<b>25.52</b>	<b>52.59%</b>	<b>23.69</b>	<b>51.76%</b>
<b>资产总计</b>	<b>51.27</b>	<b>100.00%</b>	<b>48.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>45.76</b>	<b>100.00%</b>

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

## 盈利能力

受益于特斯拉、理想汽车、小米汽车等新能源客户合作加深，公司 EBITDA 利润率进一步改善，钢材价格低位亦增厚了公司的利润空间。随着产能的释放及总额法核算的分拼总成业务收缩，2024 年总资产回报率上升至 10.15%，总资产回报率表现尚可。2024 年公司投入的分拼业务产能专用性强，产线针对特定客户进行集成设计，固定资产投资规模大，规模效应较为显著，相关产能释放受客户产品产销情况影响大，需关注汽车行业“内卷外压”环境下公司主要客户及产品终端消费市场表现，需关注相关产线折旧计提对盈利能力的影响。考虑到目前公司主要增量客户产销表现较好，预计公司盈利趋势仍将维持现有水平。

图6 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

2024 年公司分拼总成业务、冲压及焊接产能扩张及业务扩张导致总负债规模有所增长，经营性债务占有较高比重，主要系分拼总成加工业务等产生的应付材料采购款。公司产能扩张致使总债务有所增加，截至 2025 年 3 月末以补充流动资金的短期借款为主，2025 年 6 月“锡振转债”5.20 亿元成功发行使得公司总债务规模大幅增加。

**表7 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2025年3月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.61	33.18%	7.31	30.23%	5.81	24.28%
应付票据	1.58	6.09%	1.63	6.74%	0.20	0.84%
应付账款	13.51	52.08%	12.74	52.72%	14.88	62.25%
<b>流动负债合计</b>	<b>24.95</b>	<b>96.20%</b>	<b>23.16</b>	<b>95.84%</b>	<b>22.60</b>	<b>94.52%</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.99</b>	<b>3.80%</b>	<b>1.01</b>	<b>4.16%</b>	<b>1.31</b>	<b>5.48%</b>
<b>负债合计</b>	<b>25.94</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.91</b>	<b>100.00%</b>
总债务	--	--	9.28	38.39%	6.39	26.73%
其中：短期债务	--	--	9.07	97.70%	6.13	95.89%
长期债务	--	--	0.21	2.30%	0.26	4.11%

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

现金流方面，2024年公司经营活动现金净流入规模加大，但公司固定资产开支强度较大，自由现金流为负，“锡振转债”的成功发行缓解了公司的资本支出压力。

杠杆状况方面，2024公司经营杠杆及财务杠杆水平小幅下滑，2024年末资产负债率为49.80%，“锡振转债”发行后静态测算将导致公司资产负债率攀升为55.14%。

**表8 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	0.88	4.69	4.24
FFO（亿元）	--	5.46	4.08
资产负债率	50.60%	49.80%	52.25%
净债务/EBITDA	--	0.71	0.61
EBITDA 利息保障倍数	--	30.46	30.07
总债务/总资本	--	27.58%	22.63%
FFO/净债务	--	100.73%	102.01%
经营活动现金流净额/净债务	--	86.59%	106.02%
自由现金流/净债务	--	-0.80%	-21.95%

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

流动性方面，2024年公司速动比率有所改善，但速动资产对流动性负债的保障程度一般。现金短期债务比有所下滑，且处于较低水平。截至2024年末公司授信总额为20.80亿元，尚有一定规模待使用授信，同时公司作为上市公司，再融资渠道较为畅通。

**图7 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、 其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日（2025年7月7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（2025年7月22日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

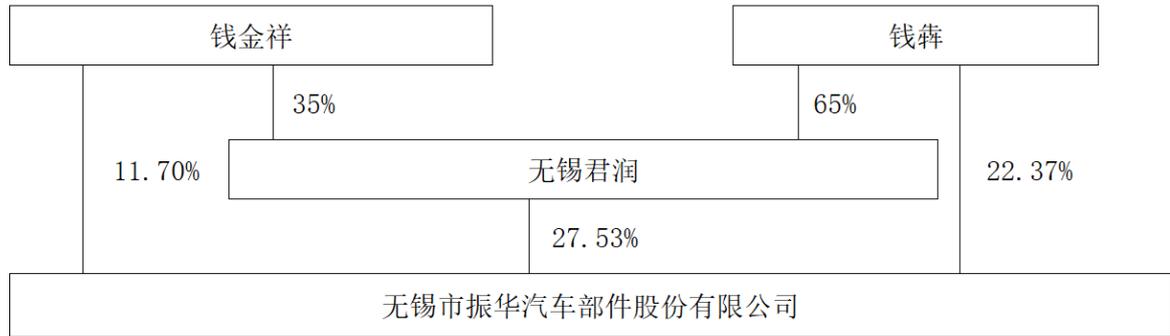
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	3.27	1.84	2.15	0.50
应收账款	15.16	14.85	15.07	9.56
应收款项融资	2.98	2.61	0.71	0.57
存货	3.08	2.91	3.26	3.00
流动资产合计	25.38	23.01	22.08	14.34
固定资产	18.77	19.04	15.88	14.43
在建工程	2.74	2.05	3.85	1.22
无形资产	2.66	2.67	2.15	1.83
非流动资产合计	25.89	25.52	23.69	19.08
资产总计	51.27	48.53	45.76	33.42
短期借款	8.61	7.31	5.81	3.70
应付票据	1.58	1.63	0.20	0.20
应付账款	13.51	12.74	14.88	9.93
一年内到期的非流动负债	0.11	0.13	0.12	0.00
流动负债合计	24.95	23.16	22.60	14.50
长期借款	0.10	0.10	0.26	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.99	1.01	1.31	0.82
负债合计	25.94	24.17	23.91	15.32
所有者权益	25.33	24.36	21.85	18.10
营业收入	6.00	25.31	23.17	17.47
营业利润	1.15	4.53	3.47	1.03
净利润	0.95	3.78	2.77	0.81
经营活动产生的现金流量净额	0.88	4.69	4.24	-0.55
投资活动产生的现金流量净额	-0.63	-4.70	-5.06	-2.41
筹资活动产生的现金流量净额	1.19	-0.51	1.55	1.29
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	7.60	6.52	3.29
FFO（亿元）	--	5.46	4.08	2.13
净债务（亿元）	--	5.42	4.00	3.30
销售毛利率	28.10%	25.87%	25.07%	15.40%
EBITDA 利润率	--	30.03%	28.15%	18.81%
总资产回报率	--	10.15%	9.30%	3.51%
资产负债率	50.60%	49.80%	52.25%	45.83%
净债务/EBITDA	--	0.71	0.61	1.01

EBITDA 利息保障倍数	--	30.46	30.07	29.73
总债务/总资本	--	27.58%	22.63%	17.74%
FFO/净债务	--	100.73%	102.01%	64.40%
经营活动现金流净额/净债务	--	86.59%	106.02%	-16.73%
速动比率	0.89	0.87	0.83	0.78
现金短期债务比	--	0.49	0.48	0.27

资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 附录三 2024年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资	持股比	主营业务
郑州振华君润汽车部件	8,500.00	100.00%	汽车零部件及配件、紧固件、电子仪器的制造、销售、加工及研发
无锡市振华开祥科技有限公司	1,300.00	100.00%	清洁电镀设备、环保电镀设备、自动化控制设备的研发、制造、加工及销售；机械零部件、电子元器件的表面处理（镀铬、镀金、镀银、镀镍）；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定企业经营或禁止进出口的商品和技术除外）

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

## 附录五 信用等级符号及定义

### 中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	债务安全性极高，违约风险极低。
<b>AA</b>	债务安全性很高，违约风险很低。
<b>A</b>	债务安全性较高，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债务安全性一般，违约风险一般。
<b>BB</b>	债务安全性较低，违约风险较高。
<b>B</b>	债务安全性低，违约风险高。
<b>CCC</b>	债务安全性很低，违约风险很高。
<b>CC</b>	债务安全性极低，违约风险极高。
<b>C</b>	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
<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。

### 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。

### 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。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号