

芜湖伯特利汽车安全系统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【1183】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

芜湖伯特利汽车安全系统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
伯 25 转债	AA	AA

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：芜湖伯特利汽车安全系统股份有限公司（以下简称“伯特利”或“公司”，603596.SH）为国内汽车制动领域的龙头厂商，具备较好的技术研发实力；跟踪期内公司在汽车底盘件领域持续完善产品矩阵，并逐步介入空气悬架产品，在手合作项目充足；经营业绩延续良好表现，经营现金流对负债保障程度较好。同时中证鹏元也关注到，公司客户集中度仍较高且与奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）及其关联方交易金额较大，未来汽车市场景气度波动将对公司经营和产品盈利能力产生一定影响；本期债券募投项目拟扩张产能规模大，且公司正处于快速扩产期，未来随着项目陆续投产，若客户需求不及预期将面临产能消化风险；公司钢材和铝锭等直接材料占营业成本比例较高，仍面临一定原材料价格波动风险。

评级日期

2025 年 07 月 30 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	127.39	127.86	107.47	86.44
归母所有者权益	68.23	65.56	56.77	42.11
总债务	22.71	21.09	20.35	19.38
营业收入	26.38	99.37	74.74	55.39
净利润	2.68	12.22	9.11	7.01
经营活动现金流净额	0.42	10.58	6.78	7.85
净债务/EBITDA	--	-0.99	-1.54	-1.57
EBITDA 利息保障倍数	--	160.37	41.70	25.02
总债务/总资本	23.96%	23.31%	25.16%	30.43%
FFO/净债务	--	-81.12%	-53.07%	-50.80%
EBITDA 利润率	--	16.38%	16.77%	16.41%
总资产回报率	--	11.94%	10.80%	10.73%
速动比率	1.52	1.47	1.58	1.83
现金短期债务比	1.83	1.94	2.10	2.76
销售毛利率	17.97%	21.14%	22.57%	22.44%
资产负债率	43.44%	45.72%	43.67%	47.17%

注：公司 2022-2024 年净债务为负，使得净债务/EBITDA、FFO/净债务计算结果为负
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：秦风明
qinfm@cspengyuan.com

项目组成员：钟佩佩
zhongpp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司仍为国内汽车制动产品领域的龙头厂商，具备较好的技术研发实力。**公司在制动领域具有较强的自主研发能力与核心制造技术，跟踪期内持续推动线控制动系统 WCBS1.5、WCBS2.0 以及电子机械制动（EMB）的产业化，同时，推动机械转向到电控转向的研发，并逐步实现线控转向进阶。智能驾驶领域，公司正推广 L2 及 L2+级别高级驾驶辅助系统（ADAS）产品的商业化，有助于公司稳固并扩大市场份额和技术领先优势。
- **公司在汽车底盘件领域持续完善产品矩阵，跟踪期内逐步介入空气悬架产品，在手合作项目充足。**跟踪期内，公司在汽车制动领域具备竞争优势、通过收购浙江万达汽车方向机有限公司（以下简称“万达方向机”）进入汽车转向领域的基础上，逐步介入空气悬架产品，以实现在汽车底盘件领域的全覆盖，产品矩阵进一步丰富，有助于提升公司市场竞争优势。2024 年公司在研合作项目和新增定点合作项目分别为 430 项和 416 项，同比均有增长，较多的合作项目为公司未来业务发展提供了一定保障。
- **跟踪期内公司经营业绩延续良好表现，经营现金流保持净流入，业务获现能力尚可。**2024 年公司营收同比增长 32.95% 至 99.37 亿元，其中机械制动产品和智能电控产品为增长的主要来源，2025 年一季度营收同比增长 41.83%，维持高速增长势头。2024 年经营性现金流净额为 10.58 亿元，仍保持净流入，业务获现能力尚可。

关注

- **公司仍面临客户集中度较高且关联交易金额较大的风险。**2024 年公司前五大客户集中度仍超过 70%，同期公司对奇瑞汽车及其关联方发生的关联销售金额为 44.16 亿元，占比 44.44%，关联交易金额大且占总收入比例高，若未来公司主要客户自身销售情况发生变化，将对公司生产经营带来一定影响。
- **本期债券募投项目拟扩张产能规模大，且公司正处于快速扩产期，仍需关注可能面临的产能消化风险。**截至 2024 年末，公司在建项目主要围绕轻量化零部件、智能电控产品的产能扩充开展。整体来看，公司在建项目计划总投 28.97 亿元，尚需投资 16.17 亿元，产能扩充规模大，若新增产能无法及时消化，将增加公司生产成本，侵蚀公司利润。
- **公司产品盈利能力或仍面临一定下行压力。**跟踪期内整车厂商价格竞争加剧，降价压力由主机厂传导至供应商，对公司利润空间有一定压缩。此外，公司收购万达方向机跨入汽车转向系统领域，2024 年来自万达方向机的汽车转向产品毛利率仍相对偏低。
- **公司面临一定原材料价格波动风险。**2024 年直接材料占公司主营业务成本的比重仍超过 80%，材料成本占比较高，主要材料为钢材和铝锭，价格易出现波动。公司采取“以销定产”模式，销售价格变动滞后于原材料价格波动，若未来原材料价格持续出现大幅波动、快速上涨等情形，将对公司生产经营造成一定不利影响。

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，公司为国内汽车制动领域的龙头厂商，在该领域具备较强的技术研发优势，在手项目充足，且财务风险相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	亚太股份	万安科技	公司
总资产	70.08	59.37	127.86
营业收入	42.60	43.36	99.37
净利润	2.14	2.10	12.22
销售毛利率	18.41%	17.24%	21.14%
资产负债率	58.26%	49.38%	45.72%
经营活动净现金流	7.88	2.47	10.58

注：财务指标为 2024 年度数据。
资料来源：各公司年度报告，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	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	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	9/9
	行业&经营风险状况	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	6/7
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				-1
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
伯 25 转债	28.02	28.02	2024-10-24	2031-7-1

一、 债券募集资金使用情况

本期债券募集资金原计划1.88亿元用于年产60万套电子机械制动（EMB）研发及产业化项目、2.26亿元用于年产100万套线控底盘制动系统产业化项目、2.26亿元用于年产100万套电子驻车制动系统（EPB）建设项目、3.11亿元用于高强度铝合金铸件项目、10.31亿元用于墨西哥年产720万件轻量化零部件及200万件制动钳项目、8.20亿元用于补充流动资金。截至本报告出具日，部分“伯25转债”募集资金专项账户仍在设立过程中。

二、 发行主体概况

跟踪期内公司控股股东及实际控制人仍为袁永彬先生，截至2025年6月末，公司注册资本变更为6.07亿元，袁永彬先生持有公司18.24%股权，第二大股东仍为芜湖奇瑞科技有限公司，持有公司14.56%股权。芜湖伯特利投资管理中心（有限合伙）（以下简称“伯特利投资”）为袁永彬先生一致行动人，持有公司4.83%股权，整体来看公司股权结构变化不大。人事变动方面，2024年9月，公司完成董事会和监事会换届选举，新聘任杨晓明先生、刘良先生、陈忠喜先生、袁若仑先生为公司董事，蔡春先生、王渊先生、杨卫东先生、柯萍女士不再担任公司董事；新聘任李开国先生为公司独立董事；新聘任王涛先生、陈艳女士为公司监事。截至2024年末，伯特利投资尚有98.00万股公司股票处于质押中，占当期总股本的0.16%；公司前十大股东之一唐山方舟实业有限公司尚有750.00万股公司股票处于质押中，占当期总股本的1.24%。

跟踪期内公司主营业务仍为汽车制动和汽车转向系统相关产品的研发、生产和销售，为汽车制动领域的国内龙头供应商，产品主要面向整车厂商销售。2024年公司出于海外业务拓展需要，新设子公司WBTL SINGAPORE PTE.LTD.（芜湖伯特利新加坡公司）；出于新增空气悬架业务的规划，新设子公司芜湖伯特利汽车悬架科技有限公司。截至2025年3月末，公司纳入合并范围的子公司19家，其中重要子公司威海伯特利汽车安全系统有限公司（以下简称“威海伯特利”）主要负责轻量化制动零部件的研发、生产和销售。

表1 公司重要子公司情况（单位：亿元）

子公司名称	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
威海伯特利	100.00%	16.30	13.15	18.66	2.34

注：财务数据为2024年度/末

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

三、 运营环境

宏观经济

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

汽车零部件行业

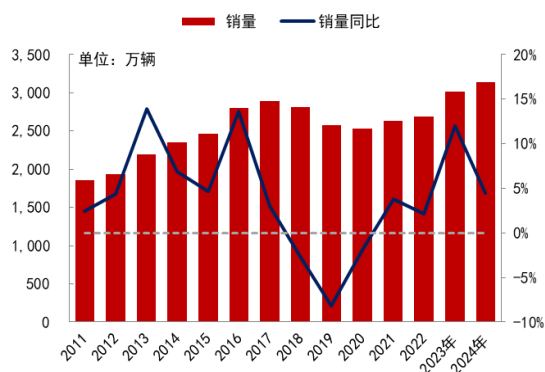
我国汽车产业市场规模预计稳中有增，汽车零部件行业有望继续受益；但需关注下游主机厂竞争较为激烈，易对零部件企业经营形成扰动，2025年随着贸易政策不确定性加大，预计汽车零部件厂商将加快海外产能布局

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%，自主品牌的全球认可度持续提升。

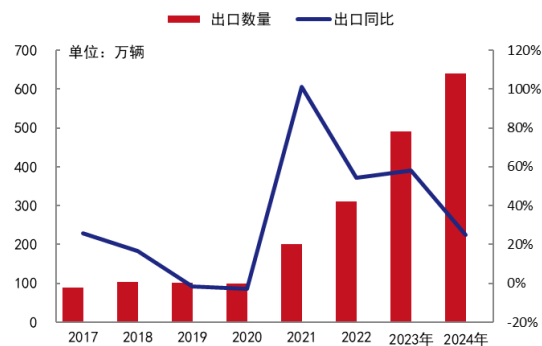
近年中央和地方政府大力推进以旧换新促销活动，利好政策频出，主机厂商亦持续加大新能源汽车车型投放力度以及新能源车的消费者接受度持续提升，都给汽车市场带来较大推动力，长期看我国汽车产业仍具备增长空间，汽车零部件行业有望继续受益。但近年整车市场竞争加剧，且按照行业惯例，供应商每年向车企提供3%-5%的降幅，由于近年整车降价，部分零部件厂商被主机厂要求降价10%-20%，同时拉长回款周期，对零部件企业利润空间形成较大挤压。

图1 2024年我国汽车销量稳中有增

图2 汽车出口市场保持较高景气度



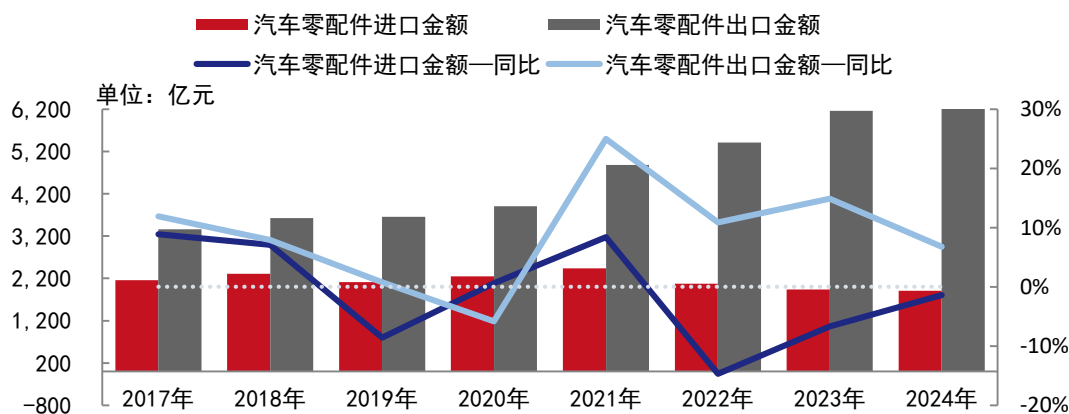
资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理



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，外部国际环境变化频繁，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

跟踪期内公司仍主要从事汽车制动系统相关产品的研发、生产和销售，为汽车制动领域的国内龙头厂商，主要面向整车厂配套市场。公司技术研发实力较强，具备生产和研发线控制动产品（WCBS）、电子驻车系统（EPB）和高级驾驶辅助系统（ADAS）等多种智能电控产品的能力。此外，公司亦通过收购万达方向机，介入汽车转向系统产品。跟踪期内公司正规划空气悬架产品逐步实现量产，有望实现制动、转向和悬架的汽车底盘件全系列生产，进一步增强公司市场竞争力。2024年受益于新能源汽车高景气度延续，以及公司产品的市场认可度进一步提升，公司营收同比增长32.95%至99.37亿元，收入构成仍以机械制动产品和智能电控产品为主，两者亦为收入增长的核心来源。2025年1-3月，公司实现营业收入26.38亿元，同比增长41.83%，维持高增。盈利能力方面，2024年公司主营业务毛利率小幅下滑，主要系整车厂商价格竞争加剧，并向供应商传导，以及公司产能扩张带来的折旧费用上升所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
机械制动产品	44.49	44.77%	18.57%	33.68	45.06%	21.22%
智能电控产品	45.30	45.59%	19.98%	32.96	44.10%	20.14%
机械转向产品	5.59	5.63%	11.71%	4.83	6.47%	13.67%
其他产品	1.08	1.09%	16.91%	0.74	0.99%	13.67%
主营业务合计	96.46	97.08%	18.81%	72.21	96.61%	20.21%
其他业务	2.90	2.92%	98.50%	2.53	3.39%	89.82%
合计	99.37	100.00%	21.14%	74.74	100.00%	22.57%

注：其他业务收入主要是生产过程中产生的铝屑、铁屑等边角料的销售，以及模具开发与技术开发费
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司继续增加产品研发投入，在国内汽车制动领域保持技术领先地位，作为国内最主流的One-box技术供应商，随着其装机量增高，公司充分受益，但仍需关注线控制动技术快速迭代带来的经营不确定性风险；公司电子机械制动（EMB）、空气悬架和线控制动系统WCBS2.0进入产能布局阶段，产品矩阵进一步丰富

2024年公司研发投入5.76亿元，同比增长27.95%，研发人员继续扩充，近年公司研发投入占营收的比重约为6%，在汽车零部件企业中属于偏高水平。

跟踪期内公司持续推动线控制动系统WCBS1.5、WCBS2.0以及电子机械制动（EMB）的产业化，稳固并扩大市场份额和技术领先优势。同时，推动机械转向到电控转向的研发，并逐步实现线控转向进阶。智能驾驶领域，公司正推广L2及L2+级别高级驾驶辅助系统（ADAS）产品的商业化。

全球线控制动领域曾长期由博世、大陆、采埃孚占据，随着线控制动技术快速迭代，公司已成为国内技术领先的头部厂商。目前，线控制动的主流方案分为EHB（电子液压式）和EMB（电子机械式），其中EHB根据集成度分为Tow-box和One-box两种路线，One-box集成度更高，根据高工智能汽车数据显示，2024年中国市场乘用车One-box线控制动方案交付818.82万辆，同比增长73.25%。公司作为国内One-box量产最主流的供应商，充分受益。但仍需关注未来若线控制动技术迭代较快，易对公司经营及技术领先地位造成扰动。

2024年，公司EMB产品完成样件制造，测试结果达到预期；空气悬架完成开发验证；WCBS1.5和GEEA3.0双平台完成首发项目量产，WCBS2.0B平台完成开发、验证和小批量投产，WCBS2.0H平台完成开发、验证和领航客户项目验证，WCBS1.5完成产品功能安全认证和ASPICE-L2软件流程认证。在上述研发基础上，2025年，公司计划新增WCBS1.0 产能 30 万套/年、WCBS2.0 产能 60 万套/年、ADAS 产能 70 万套/年、电子机械制动（EMB）产能 60 万套/年、空气悬架产能 20 万套/年，进入产能布局阶段，产品矩阵进一步丰富。

总体来看，公司在制动领域具有较强的自主研发能力与核心制造技术，处于同行业领先地位，同时公司有望利用自身技术优势在汽车转向、空气悬架和辅助驾驶等汽车底盘件系统领域丰富公司产品类型，为后续发展提供技术保障。

跟踪期内公司核心客户保持稳定，新客户及新车型开拓顺利；仍需关注公司客户集中度较高，存在潜在的应收账款回收风险，以及公司同关联方奇瑞汽车体系的交易金额占营收比重较高等情况；公司仍有一定规模的外销产品，需关注国际政治经济环境变化带来的经营风险；公司原材料以钢、铝等大宗商品为主，采购价格随行就市，若后续价格出现大幅波动，易对公司成本和利润空间产生扰动

跟踪期内公司生产销售模式不变，仍采用和主机厂客户同步研发的模式，在产品进入批量生产阶段后，定期与主机厂客户签署价格协议，并每月根据主机厂客户下达的订单组织生产。2024年公司核心客户保持稳定，仍主要为奇瑞汽车、长安汽车、吉利汽车等国内主流自主品牌整车厂商，以及通用汽车公司、福特汽车、Stellantis等欧美整车厂商。在此基础上，公司还顺利开拓包括北美某著名新能源主机厂在内的多家新客户，新车型亦介入顺利，2024年公司新增在研项目及定点项目均较去年大幅增长，且主要以新能源项目为主。

表3 公司近年项目情况（单位：项）

类型	2024 年	2023 年
在研项目数量	430	419
其中：新能源项目	265	202

新增定点项目	416	319
其中：新能源项目	255	167

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司前五大客户变化不大，奇瑞汽车2024年销售汽车161.14万辆，同比增长31.1%，受益于此，公司对奇瑞汽车及其关联方的销售金额亦大幅增长，且仍为公司第一大客户，占当期营收的44.44%，关联交易金额同比增长较多且占比较大，需关注其关联交易条件和产品定价对公司经营的影响。

整体来看，公司核心客户主要为国内主流汽车品牌和通用汽车，经营实力较强，资质较佳，但仍需关注2024年公司前五大客户集中度有所上升，且处于较高水平，若个别核心客户需求发生变化，易对公司经营产生扰动。此外，截至2024年末，公司因预计无法收回/预计存在回收风险而计提坏账准备1.51亿元，需关注若客户经营不善导致的潜在坏账风险。

表4 公司前五大客户及其关联方销售金额及占比情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占销售总额比例
2024 年	奇瑞汽车及其关联方	441,629.29	44.44%
	吉利汽车及其关联方	102,196.26	10.28%
	通用汽车及其关联方	78,360.61	7.89%
	长安汽车及其关联方	64,704.80	6.51%
	北京汽车及其关联方	61,756.09	6.22%
	合计	748,647.06	75.34%
2023 年	奇瑞汽车及其关联方	282,497.90	37.80%
	通用汽车及其关联方	69,145.65	9.25%
	长安汽车及其关联方	68,648.15	9.19%
	吉利汽车及其关联方	62,044.87	8.30%
	广汽集团及其关联方	58,628.67	7.84%
	合计	540,965.24	72.38%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司内外销比例同比上年波动不大，外销产品仍主要为威海伯特利生产的轻量化制动零部件。2024年公司外销毛利率同比有所下滑，但仍显著高于内销，海外行业竞争格局较国内相对宽松。需关注的是，近年美国贸易政策频繁变化，2025年4月一度大幅加码，对各类出口企业的经营战略构成较大扰动。公司已设立墨西哥生产基地，以应对贸易政策变化带来的影响，部分产品由墨西哥工厂生产销售至美国客户，2024年金额约0.40亿元，符合美墨加协定，免征关税；剩余对美出口产品则由中国工厂生产销售，2024年销售金额为2.99亿元人民币，主要供货方式为FCA贸易方式。考虑到近年国际贸易政策不确定性较高、地缘政治冲突加剧，均有可能对公司海外客户的产品需求产生扰动，且目前公司墨西哥生产基地产能不大，尚在扩产过程中，仍需关注国际政治经济环境变化对公司产品出口可能造成的影响。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2024 年			2023 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率

内销	855,163.01	88.65%	17.14%	635,139.07	87.96%	18.00%
外销	109,473.06	11.35%	31.87%	86,939.99	12.04%	36.34%
合计	964,636.07	100.00%	18.81%	722,079.06	100.00%	20.21%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2024年公司直接材料占营业成本的比重仍超过80%，公司原材料以钢、铝等大宗商品为主，另有部分电子元器件外采。跟踪期内公司与供应商的合作关系仍保持稳定，大宗商品价格随行就市，外采件亦有多 个供应商可供选择，2024年前五大供应商占当期采购额的比例为25.55%，集中度不高。整体来看，公司缺货风险较低。但仍需关注的是，公司同客户调价一般存在滞后期，因此在销售合同签订至产品交付期间，若钢、铝等原材料价格发生较大波动，将会对公司成本和利润空间产生扰动。

2024年公司整体产能持续提升，除机械转向产品外，产能利用率处于合理水平；公司近年产能扩充较快，本期债券募投项目建成达产后，公司智能电控产品产能和轻量化零部件产能将大幅增长，需关注未来产能消化情况；但随着下游主机厂竞争加剧以及公司所在行业产能提升，公司毛利率水平面临下行风险

跟踪期内公司仍采用“以销定产”的方式，因此产品产销率仍保持在较高水平。2024年公司各产品类型均延续亮眼表现，产、销量大幅增长，同期随着年产40万套EPB、底盘结构件轻量化升级改造、100万件轻量化和线控系统WCBS等项目投产，公司盘式制动器、轻量化零部件和智能电控产品产能均有提升。2024年，除机械转向产品主要来自公司对万达方向机的收购，业务尚有整合提升空间，故产能利用率偏低外，公司其他类产品产能利用率处于70%-95%之间，整体处于合理水平。

表6 公司主要产品产销、产能利用情况

产品类型	项目	2024 年	2023 年
盘式制动器	产能（万套）	368.00	309.50
	产量（万套）	347.04	284.83
	产能利用率	94.30%	92.03%
	销量（万套）	339.51	284.77
	产销率	97.83%	99.98%
轻量化零部件	产能（万件）	1,762.00	1,211.00
	产量（万件）	1,386.02	1,021.64
	产能利用率	78.66%	84.36%
	销量（万件）	1,378.81	1,019.05
	产销率	99.48%	99.75%
智能电控产品	产能（万套）	693.50	516.00
	产量（万套）	490.21	372.69
	产能利用率	70.69%	72.23%
	销量（万套）	521.20	372.28
	产销率	106.32%	99.89%
机械转向产品	产能（万套）	614.00	614.00

产量（万套）	290.30	274.67
产能利用率	47.28%	44.73%
销量（万套）	288.65	233.25
产销率	99.43%	84.92%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2024年末，公司在建项目主要围绕轻量化零部件、智能电控产品的产能扩充开展，部分在建工程亦囊括在本期募投项目内。其中，墨西哥年产720万件轻量化零部件及200万件制动钳项目建设完工达产后，将实现对海外客户的本地化供应，降低物流成本和贸易风险，提升公司在轻量化零部件领域的市场竞争力。但若公司海外主要客户需求发生变化或公司后期市场开发不及预期，新增产能无法及时消化，将增加公司生产成本，侵蚀公司利润，未来仍需持续关注墨西哥在建项目建设情况和新增产能消化情况。年产60万套电子机械制动（EMB）研发及产业化项目、年产100万套线控底盘制动系统产业化项目、年产100万套电子驻车制动系统（EPB）建设项目、高强度铝合金铸件项目达产后有望进一步提高公司在智能电控产品领域和轻量化领域的市场地位，提前布局前沿技术，丰富公司产品布局。整体来看，公司主要在建项目计划总投资28.97亿元，尚需投资16.17亿元，公司存在一定资金筹措压力，但公司近年产能扩充较快，需关注可能存在的产能消化不及预期风险。此外，2024年至今下游主机厂竞争加剧，将价格竞争向供应商传导，且公司所在的汽车制动行业产能不断扩充，需关注潜在的毛利率下行风险。

表7截至 2024 年末公司主要在建项目（单位：万元）

项目	计划总投资	已投资
墨西哥年产 720 万件轻量化零部件及 200 万件制动钳项目	107,064.90	32,119.47
高强度铝合金铸件项目	31,091.00	9,327.30
底盘系统部件制造项目	30,000.00	1,500.00
年产 100 万套线控底盘制动系统项目	29,000.00	14,500.00
年产 100 万套电子驻车制动系统（EPB）建设项目	22,614.00	4,522.80
年产 40 万套电子驻车制动系统（EPB）产业化项目	14,500.00	14,500.00
底盘结构件轻量化升级改造项目	13,300.00	13,300.00
100 万件轻量化项目	12,700.00	12,700.00
线控系统 WCBS 产业化项目	10,060.00	10,060.00
阀体机加线	8,905.80	8,015.22
华山路厂区综合车间及仓库	6,462.10	5,815.89
卡钳机加线项目	4,012.00	1,604.80
合计	289,709.80	127,965.48

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、 财务分析

财务分析基础说明

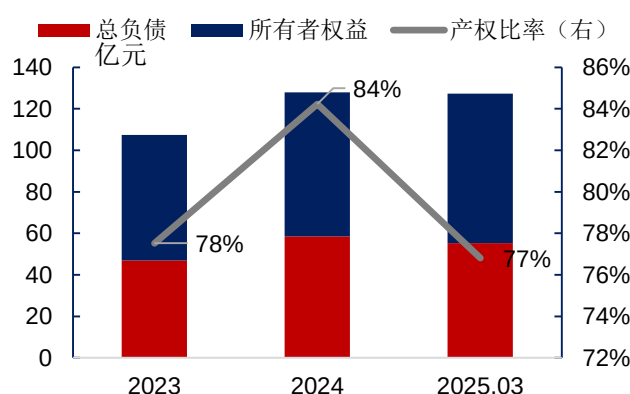
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计财务报表。

2024年随着经营效益留存，公司总资产规模和所有者权益继续上升；公司现金类资产较为充裕，存货积压风险不大，资产流动性尚可，但仍需关注应收账款的潜在回收风险；公司短期债务虽有所增加，但主要以经营性债务为主，债务偿付压力相对可控；公司利润率小幅下滑，亦需关注新增产能的消化情况及其对公司盈利水平的影响

资本实力与资产质量

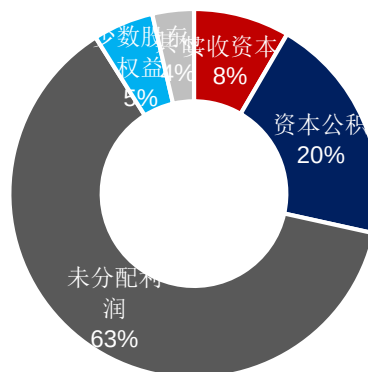
2024年公司经营效益留存叠加资本公积金转股，所有者权益有所增长，但同时订单增加带来的经营性负债增长，公司债务规模亦有所抬升。综合影响下2024年产权比率走高，但公司净资产对负债的保障程度仍较高。

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

公司资产主要由现金类资产、应收款项、厂房机器设备和存货组成，基本符合制造业企业特征。公司应收账款同比增长51.20%，较营收增幅更大，主要系2024年下游主机厂竞争加剧，对供应商账期有所加长所致。公司应收账款以1年内为主，前五大应收账款对象主要为奇瑞汽车体系和其他国内外主流整车厂商，资质尚可，但公司客户中主机厂数量偏多，近年激烈的行业竞争环境亦对部分主机厂经营构成扰动，需关注公司应收款项的回收风险。2024年公司存货账面价值同比增长36.92%，增幅亦较大，主要系随着销售规模扩大，为满足备货需要，增加库存所致，以销定产模式下存货积压风险不大。公司厂房、机器设备等资产规模整体亦有所增加，主要系底盘结构件轻量化升级改造、年产100万套线控底盘制动系统、阀体机加线等项目转固。此外，截至2024年末，公司现金类资产仍较为充裕，合计2.29亿元资产因开立票据、借款质押或诉讼冻结受限，共占总资产的比例为1.79%，占比较低。整体来看，公司资产流动性尚可。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月	2024年	2023年
----	---------	-------	-------

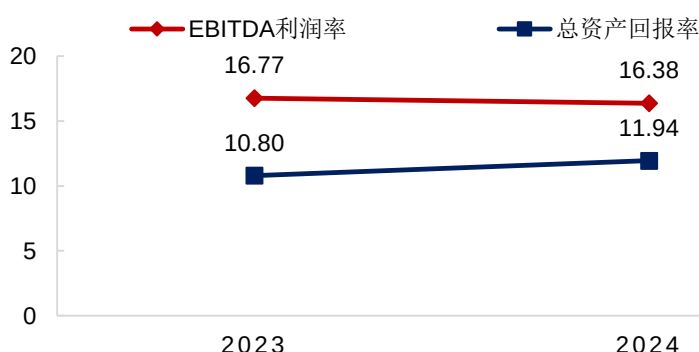
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.05	16.52%	21.85	17.09%	23.40	21.77%
应收票据	5.90	4.63%	5.85	4.57%	2.98	2.77%
应收账款	32.35	25.40%	35.51	27.77%	23.49	21.85%
应收款项融资	11.82	9.28%	10.99	8.59%	13.00	12.10%
存货	15.67	12.30%	14.20	11.11%	10.37	9.65%
流动资产合计	91.74	72.02%	92.55	72.39%	77.18	71.82%
固定资产	25.11	19.71%	25.72	20.12%	21.77	20.26%
在建工程	5.47	4.29%	4.47	3.50%	4.21	3.92%
非流动资产合计	35.65	27.98%	35.31	27.61%	30.28	28.18%
资产总计	127.39	100.00%	127.86	100.00%	107.47	100.00%

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

从营收表现来看，2024年受益于国内汽车自主品牌的销量增长，公司主要产品产、销量同比大幅增长，推动营收增长32.95%至99.37亿元。但受整车厂价格竞争加剧，对供应商的调价压力偏大等因素影响，公司整体销售毛利率有所下滑，EBITDA利润率小幅下降，利润空间小幅压缩。公司以内销为主，后续仍需关注国内整车厂商竞争对供应商成本控制压力的传导，及其对公司盈利能力的扰动。公司总资产回报率爬升1.14个百分点，主要系新增产能逐步爬坡，公司整体产能利用率较上年有所增加，带动资产投资效率回升。公司在建项目投入规模较大，预计后续能够带来较大的产能增加，需关注项目达产后，公司的产能消化情况及其对公司盈利能力的影响。

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年随着公司多条产线投入建设，应付票据和应付账款等经营性债务有所增长，其均用于购买材料、设备物资、基建工程和支付劳务供应所需款项，两者合计占公司总负债的比重为82.37%。公司金融性债务较少，长短期银行借款合计0.99亿元，占公司总债务的比重很小，且账面货币资金充裕，能够完

全覆盖。此外，公司已成功发行“伯25转债”28.02亿元，规模较大，将推动公司总债务规模大幅上升。

整体来看，跟踪期内公司债务规模有所扩张，主要以短期经营性债务为主。虽“伯25转债”将显著推升公司财务杠杆水平，但其利率较低，短期内公司债务偿付压力相对可控。

表9 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	0.89	1.61%	0.20	0.34%	2.84	6.06%
应付票据	20.98	37.91%	20.05	34.30%	16.87	35.94%
应付账款	23.63	42.70%	28.10	48.07%	19.51	41.57%
一年内到期的非流动负债	0.13	0.23%	0.13	0.22%	0.02	0.05%
流动负债合计	50.09	90.51%	53.26	91.10%	42.33	90.20%
长期借款	0.69	1.26%	0.69	1.19%	0.59	1.27%
负债合计	55.34	100.00%	58.46	100.00%	46.93	100.00%
总债务	22.71	41.03%	21.09	36.09%	20.35	43.36%
其中：短期债务	21.99	96.85%	20.38	96.62%	19.73	96.96%
长期债务	0.71	3.15%	0.71	3.38%	0.62	3.04%

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

2024年公司仍保持较好的经营获现水平，经营活动净现金流呈大额流入态势。公司资产负债率随着经营性债务增加小幅上升，杠杆水平尚可，但随着“伯25转债”发行，预计后续财务杠杆水平将大幅抬升。2024年公司EBITDA利息保障倍数大幅上升，对债务利息偿付的保障程度好；受益于经营效益较好，净利润同步增长，总资本对总债务的保障程度较高；公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产和应收款项融资）可完全覆盖总债务，净债务为负值，EBITDA和FFO对净债务的保障能力很强。

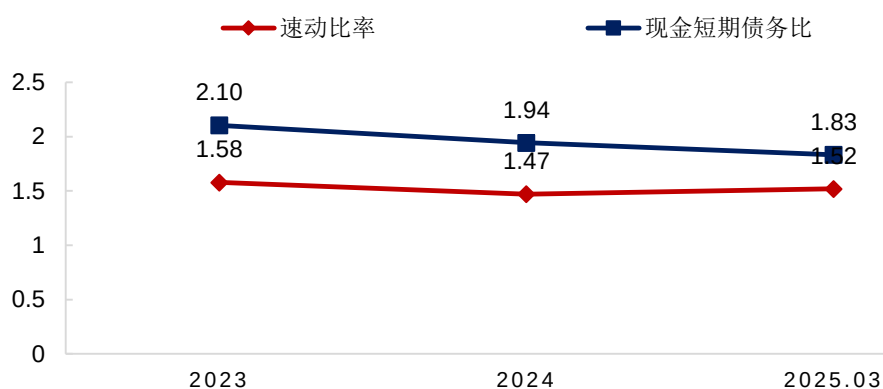
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025 年 3 月	2024 年	2023 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.42	10.58	6.78
FFO（亿元）	--	13.05	10.27
资产负债率	43.44%	45.72%	43.67%
净债务/EBITDA	--	-0.99	-1.54
EBITDA 利息保障倍数	--	160.37	41.70
总债务/总资本	23.96%	23.31%	25.16%
FFO/净债务	--	-81.12%	-53.07%
经营活动现金流净额/净债务	-2.50%	-65.74%	-35.04%
自由现金流/净债务	4.43%	-20.26%	18.29%

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

2024年随着公司经营规模提升，应付票据规模有所增长，以致现金短期债务比有所下降，但整体仍处于较高水平。截至2024年末，公司尚未使用的银行授信为2.34亿元，综合来看，公司作为上市公司，融资渠道较为多样，且账面资金较为充裕，短期偿付压力不大。

图7 公司流动性比率情况



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

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18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23日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

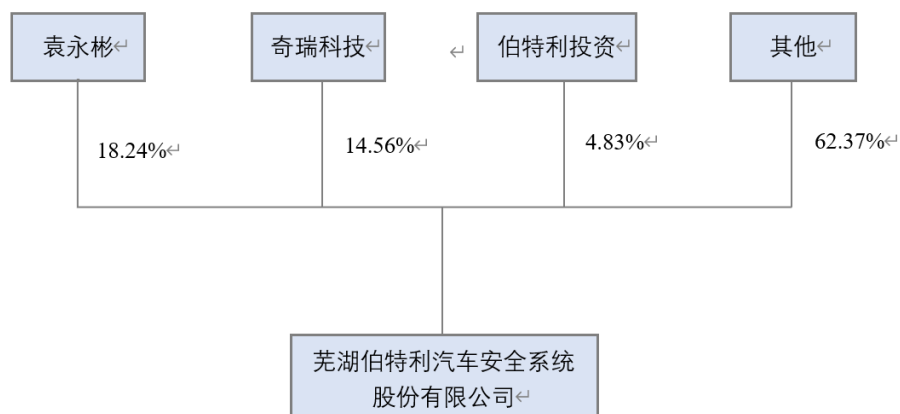
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
货币资金	21.05	21.85	23.40	22.87
应收账款	32.35	35.51	23.49	19.39
存货	15.67	14.20	10.37	8.99
流动资产合计	91.74	92.55	77.18	64.85
固定资产	25.11	25.72	21.77	14.15
非流动资产合计	35.65	35.31	30.28	21.60
资产总计	127.39	127.86	107.47	86.44
短期借款	0.89	0.20	2.84	0.00
应付票据	20.98	20.05	16.87	12.64
应付账款	23.63	28.10	19.51	15.08
一年内到期的非流动负债	0.13	0.13	0.02	0.02
流动负债合计	50.09	53.26	42.33	30.51
长期借款	0.69	0.69	0.59	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	6.65
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	55.34	58.46	46.93	40.78
总债务	22.71	21.09	20.35	19.38
其中：短期债务	21.99	20.38	19.73	12.67
所有者权益	72.05	69.40	60.54	45.67
营业收入	26.38	99.37	74.74	55.39
营业利润	3.06	13.63	10.15	7.48
净利润	2.68	12.22	9.11	7.01
经营活动产生的现金流量净额	0.42	10.58	6.78	7.85
投资活动产生的现金流量净额	-1.63	-7.06	-8.41	-3.42
筹资活动产生的现金流量净额	0.53	-5.16	1.62	-2.94
财务指标	2025 年 3 月	2024 年	2023 年	2022 年
EBITDA（亿元）	--	16.28	12.54	9.09
FFO（亿元）	--	13.05	10.27	7.25
净债务（亿元）	-16.95	-16.09	-19.36	-14.26
销售毛利率	17.97%	21.14%	22.57%	22.44%
EBITDA 利润率	--	16.38%	16.77%	16.41%
总资产回报率	--	11.94%	10.80%	10.73%
资产负债率	43.44%	45.72%	43.67%	47.17%
净债务/EBITDA	--	-0.99	-1.54	-1.57
EBITDA 利息保障倍数	--	160.37	41.70	25.02
总债务/总资本	23.96%	23.31%	25.16%	30.43%
FFO/净债务	--	-81.12%	-53.07%	-50.80%

经营活动现金流净额/净债务	-2.50%	-65.74%	-35.04%	-55.00%
速动比率	1.52	1.47	1.58	1.83
现金短期债务比	1.83	1.94	2.10	2.76

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 6 月）



资料来源：公司提供，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+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