

浙江春风动力股份有限公司 2025 年向不特定对象发行可转换公司 债券信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【1061】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。

浙江春风动力股份有限公司2025年向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
债券信用等级	AA+
评级日期	2025-07-21

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到浙江春风动力股份有限公司（以下简称“春风动力”或“公司”，股票代码：603129.SH）为国内全地形车及中大排量摩托车领域头部企业，在技术、产品、品牌及渠道等方面构建了较强的综合竞争壁垒，细分行业市场份额领先，受益于产品矩阵拓宽及海外市场布局提速，近年公司经营业绩实现快速增长，加之盈利水平较优，累积了较为充裕的货币资金储备，债务负担较轻。同时中证鹏元也关注到，公司对美出口存在一定依赖，贸易政策摇摆、汇率波动或影响外销表现，为应对潜在出口税收影响，公司加速推进海外产能布局，但由此带来的跨境管理挑战和境外投资风险加大，此外，本期债券募投项目拟加速布局电动两轮车业务，系公司打造的新“增长极”，但相关产品扩产规模较大，考虑到电动两轮车行业竞争趋于激烈，公司作为后入者或面临较大的市场开拓及产能消化压力。

债券概况

发行规模：不超过 25.00 亿元（含）

发行期限：6 年

偿还方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

发行目的：拟用于年产 300 万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建项目、营销网络建设项目、信息化系统升级建设项目及补充流动资金

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	153.02	149.00	103.14	95.54
归母所有者权益	67.40	61.94	50.39	42.12
总债务	36.60	40.46	20.58	24.86
营业收入	42.50	150.38	121.10	113.78
净利润	4.23	14.94	10.57	7.40
经营活动现金流净额	7.92	29.73	13.85	16.98
净债务/EBITDA	--	-1.65	-1.78	-2.11
EBITDA 利息保障倍数	--	108.19	131.39	401.72
总债务/总资本	34.66%	38.92%	28.46%	36.66%
FFO/净债务	--	-48.97%	-46.44%	-35.96%
EBITDA 利润率	--	11.24%	10.07%	6.66%
总资产回报率	--	13.04%	12.09%	8.86%
速动比率	1.20	1.13	1.23	1.09
现金短期债务比	2.25	1.86	2.33	1.77
销售毛利率	29.73%	30.06%	32.73%	24.45%
资产负债率	54.90%	57.39%	49.85%	55.05%

注：（1）2022-2024 年，公司净债务均为负；（2）公司自 2024 年起执行新的会计准则规定，并对 2022-2023 年部分科目进行追溯调整，本报告采用追溯调整后的财务数据。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：张伟亚
zhangwy@cspengyuan.com

项目组成员：薛辰
xuechen@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- **公司具备技术、产品、品牌及渠道等方面的综合竞争壁垒，细分行业市场份额领先。**公司以水冷发动机技术为核心，持续完善品牌及产品矩阵，在主力产品细分市场具备较强的品牌影响力和产品竞争力，并构建了覆盖全球的分层渠道体系。其中全地形车出口份额连续多年位居国内首位，近年维持在 70% 以上，在核心消费市场欧洲和北美市占率居前，主营的中大排量摩托车产品国内销量亦跻身细分赛道前列，市场地位及竞争优势突出。
- **受益于产品矩阵拓宽及海外布局提速，近年公司经营业绩快速扩张。**公司在全地形车领域自主品牌市场份额趋于稳定，且近年品牌矩阵拓宽切入中低端市场带来一定增量业务空间；燃油摩托车领域深耕的中大排产品符合行业迭代升级趋势，叠加产品推新节奏加快及出海进程提速，近年收入规模实现高速增长；此外，公司打造的电动两轮车业务随着产品矩阵下沉和销售渠道扩张增速可观。综合影响下，2022-2024 年公司营业收入 CAGR 达 14.96%，2025 年 1 季度仍延续高增长态势，且短期内主要产品市场增长空间犹存。
- **公司盈利能力较强，资金流动性充裕，偿债压力较小。**公司产品附加值及销售毛利率优于行业平均水平，且对下游经销商账期总体较短，货款回笼及时，因此业务经营累积的现金储备较为充沛，截至 2025 年 3 月末在总资产中占比过半，可对总债务形成全额覆盖；且当前债务主要为可滚续的应付票据，刚性偿付压力小，债务负担较轻。

关注

- **公司对美出口存在一定依赖，贸易政策摇摆、汇率波动或影响外销表现。**近年公司对北美洲出口占比均在 30% 以上，且当前出口税收成本由公司全额承担，近期美国贸易政策不确定性加剧，短期内公司通过提前备货等策略对冲潜在负面冲击，但考虑到后续贸易政策走向尚不明朗，或对公司出口订单承接、产能消化及盈利水平造成潜在影响，同时公司出口多以美元结算，需关注国际外汇市场波动带来的汇率风险敞口。
- **海外产能布局及供应链转移带来一定的跨境管理挑战及境外投资风险。**为应对贸易壁垒升级的风险，公司已在泰国和墨西哥先后布局多个生产基地，面临一定的跨境资源整合及管理压力。在此基础上，公司计划进一步加大墨西哥基地输美产品比例，并逐步将部分供应链向当地转移以缓释贸易政策影响，但相关产品能否满足美墨加协定的豁免条件仍有待验证，后续贸易政策波动亦可能推升公司境外投资风险及运营成本。
- **募投项目将加速电动化产品线延伸，但面临市场开拓及产能消化压力。**公司拟通过本期债券募投项目加速布局电动两轮车业务，建成后将显著提升相关产品的产能规模。考虑到国内电动两轮车行业现已步入成熟期，行业竞争日趋激烈且头部品牌优势明显，公司作为市场后入者，面临较大的市场开拓和渠道渗透压力，并可能对募投项目的实施节奏及收益达成造成潜在影响。

未来展望

- **中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。**我们认为公司作为国内全地形车和中大排量摩托车细分行业的头部企业，全地形车产品全球品牌效应和市场份额居前，燃油摩托车产品迭代及出海提速有望继续带来增量业务空间，同时随着公司在电动两轮车领域加速产能和渠道布局，将进一步丰富产品矩阵，上述因素有望支撑公司业绩向好；同时公司账面货币资金充沛，对债务保障程度较高，经营及财务状况相对稳定。

同业比较（单位：亿元）

指标	钱江摩托	隆鑫通用	涛涛车业	公司
总资产	102.85	160.69	45.39	149.00
营业收入	60.31	168.22	29.77	150.38
销售毛利率	26.32%	17.59%	34.98%	30.06%
资产负债率	53.34%	42.24%	29.92%	57.39%
应收账款周转率	7.05	9.82	4.39	11.41

存货周转率	3.43	14.71	1.99	4.80
-------	------	-------	------	-------------

注：（1）钱江摩托和隆鑫通用均为摩托车生产厂家，其中代步类小排量车型及娱乐类中大排量车型均有涉及，亦有少量全地形车业务，涛涛车业产品线覆盖小排量的儿童全地形车、电动出行的滑板车、高尔夫球车三大类；（2）以上各指标均为 2024 年数据，其中应收账款周转率及存货周转率均以原值计算。

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
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	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	6/7		杠杆状况	8/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	强
	经营状况	6/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		6/7	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					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。

一、 发行主体概况

公司前身为春风控股集团杭州摩托车制造有限公司（以下简称“春风杭摩”），设立于2003年，初始注册资本0.20亿元，控股股东为春风控股集团有限公司（以下简称“春风控股”），持股比例53.00%。2009年，春风杭摩整体变更为股份有限公司，并更为现名。随后历经多次股权变更及增资，截至公司上市前，注册资本增至1.00亿元。

2017年8月，公司在上海证券交易所公开上市，募集资金净额为4.08亿元；2021年，公司实施定增融资，募集资金净额17.09亿元。截至2025年3月末，公司注册资本和实收资本均为1.53亿元，控股股东春风控股、第二大股东重庆春风投资有限公司分别持有公司29.49%和8.30%的股份，实际控制人为赖国贵及其一致行动人直接及间接持股合计41.81%，家族持股比例较高，股权结构相对稳定。

公司依托水冷发动机技术逐步延伸至下游整车制造领域，并依次切入燃油摩托车、全地形车和电动两轮车市场，现已形成以全地形车和燃油摩托车两大产品线为主的业务体系，同时加速布局电动两轮车产品以打造新的收入增长点。公司实行内销与出口并重的市场策略，其中全地形车在国内厂商中龙头地位稳固，出口份额稳居第一，同时在燃油摩托车领域深耕的中大排量产品在细分市场国产厂商中亦占据头部位置。

公司以“职能部门+产品线事业部”的形式负责集团整体战略规划及集中管理，并根据业务发展需要在海内外分设多个生产基地及营销中心或销售子公司，组织架构较为清晰合理，详见附录三。

二、 本期债券概况及募集资金使用情况

债券名称：浙江春风动力股份有限公司2025年向不特定对象发行可转换公司债券；

发行规模：不超过人民币25.00亿元（含）；

债券期限：自发行之日起6年；

还本付息方式：对未转股债券按年计息，每年付息一次，到期归还未转股债券本金和最后一年利息；

转股期限：自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

初始转股价格：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（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均价按经过相应除权、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，具体初始转股价格由公司董事会或董事会授权人士根据股东会授权在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

转股价格向下修正条款：在本次发行的可转债存续期间，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格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

并提交公司股东会表决。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。股东会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价之间的较高者。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格计算，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格计算。

债券赎回条款：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本次发行的可转债转股期内，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%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000万元时，公司有权按照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可转债。

债券回售条款：本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

向原股东配售的安排：本次发行的可转债给予公司原股东优先配售权，原股东有权放弃优先配售权。具体优先配售的具体比例由股东会授权董事会或董事会授权人士根据市场情况确定，并在本次可转债的发行公告中予以披露。公司原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用通过上交所交易系统网上定价发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过上交所交易系统网上定价发行相结合的方式，余额由承销商包销。

募集资金用途：本期债券募集资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
年产300万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建项目	35.00	17.80	50.86%
营销网络建设项目	9.00	4.50	50.00%
信息化系统升级建设项目	1.20	1.20	100.00%
补充流动资金	1.50	1.50	100.00%
合计	46.70	25.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、年产300万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建项目（以下简称“年产300万台两轮车项目”）

根据公司提供的《浙江极核智能装备有限公司年产300万台套摩托车、电动车及核心部件研产配套新建项目可行性研究报告》（以下简称“新建项目可研报告”），该项目建设用地位于浙江省桐乡市，实施主体为子公司浙江极核智能装备有限公司，项目建设期预计为2年，拟投资总额为35.00亿元，作为公司拓展电动两轮车业务版图以及巩固中大排量摩托车市场地位的关键布局。项目建成后，可形成年产

300万台套摩托车和电动车的生产能力，其中电动两轮车年产280万台，中大排量摩托车年产20万台；根据新建项目可研报告，项目达产后预计可实现年均销售收入141.90亿元，税后内部收益率为12.64%，税后投资回收期（不含建设期）为6.13年。但是中证鹏元关注到，国内电动两轮车行业现已步入成熟期，行业竞争日趋激烈且头部品牌优势明显，公司作为市场后入者，面临较大的市场开拓和渠道渗透压力，并可能对募投项目的实施节奏及收益达成造成潜在影响。

截至本报告出具日，该项目已取得项目备案，但建设用地及其他批复文件尚未取得，公司正在办理相关流程。

2、营销网络建设项目

根据公司提供的《浙江春风动力股份有限公司营销网络建设项目可行性研究报告》，该项目实施地点为全国主要城市，实施主体为公司本部，项目建设期预计为3年，拟投资总额为9.00亿元，主要是为了配合电动两轮车业务扩张战略，用于新建营销网点的装修投入和市场推广费用。项目将在公司现有营销渠道布局的基础上，在我国华东、华南、华中等区域选择消费潜力较大的城市新建4,900家门店，并综合运用电商平台、新媒体平台等宣传方式，加大市场推广力度。项目建成后，有助于公司进一步完善营销网络布局并提升品牌影响力。

3、信息化系统升级建设项目

根据公司提供的《浙江春风动力股份有限公司信息化系统升级建设项目可行性研究报告》，该项目建设用地位于杭州市临平区公司现有厂区内，实施主体为公司本部，项目建设期预计为3年，拟投资总额为1.20亿元，用于公司信息化、数字化系统升级的软件系统和硬件设备的购买。项目建成后，有望提升公司在研发、供应链、营销等多个方面的信息化管理水平，优化业务流程，提高资源配置效率。

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

（一）全地形车行业

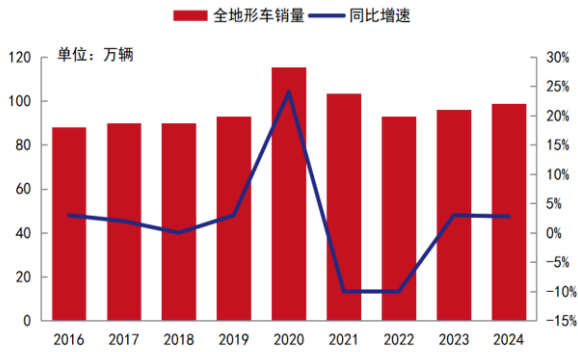
全球全地形车市场容量相对稳定，北美系核心消费市场，近年以UTV为主的产品高端化趋势显现，成为行业发展新动力；产业竞争格局呈现寡头垄断特征，近年国产品牌凭借性价比以及产品快速迭代优势加速出海布局，市场份额快速提升，但在高端车型细分领域仍存在拓展空间

全地形车作为集休闲娱乐及日常实用为一体的非公路车辆，适合在沙滩、草地、山路等复杂路况行驶，可广泛应用于户外作业、休闲娱乐、代步出行以及消防巡逻等多个领域。基于产品功能特性及下游应用场景，全地形车行业发展主要依赖于消费者休闲时间增多和户外工作、生活方式升级带来的机遇，与宏观经济景气程度息息相关：从市场容量来看，近年全球全地形车销量总体呈稳步上升趋势，仅2021-2022年受外部环境冲击出现短暂回调，全球市场需求总体稳定在90-100万台之间；从市场结构来看，全地形车行业呈现明显的区域集中化特征，北美和欧洲等经济发达地区是全球消费的核心地带，北美占比在80%以上，其中美国是全球最大的全地形车消费市场，这一现象可归因于当地成熟的户外文化、广阔的农牧业需求以及发达的越野赛事产业。

当前全球全地形车行业正处于结构性转型的关键阶段，市场格局与产品技术路线呈现显著变革特征。全地形车按照产品结构可分为ATV、UTV和SSV，其中ATV表现为手把式四轮越野车型，主打娱乐骑行与轻型作业场景；UTV和SSV则为方向盘式设计，分别用于货物装载和运动竞技等。受全球消费升级浪潮驱动，以UTV为代表的高端车型凭借更舒适、更安全的驾乘体验，逐渐获得消费者青睐，市场份额持续提升，为全地形车行业主要增量市场。

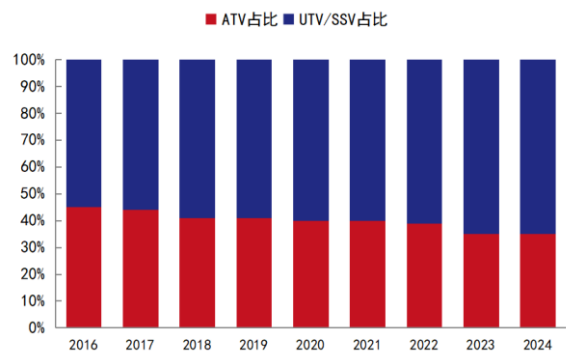
从产业竞争格局来看，全球全地形车市场呈现显著的寡头垄断特征，Polaris、BRP、Honda等厂商占据绝大多数市场份额，CFMOTO在北美深耕多年品牌价值日益显现，市场份额亦有所提升。我国全地形车行业受主要消费市场分布影响，长期呈现显著的出口导向特征，90%以上的产品均销往海外，近年国产厂商凭借高性价比优势快速抢占市场份额，出口量从2013年的13.36万辆持续增长至2024年的48.73万辆，其中春风动力、涛涛车业、重庆润通出口销量位居前列。但国产厂商产品布局多集中于ATV系列，在高端车型的产品矩阵、动力性能等方面较国际巨头仍存在一定差距，高端市场竞争力有待进一步提升。

图 1 全球全地形车市场需求相对平稳



资料来源：Polaris 年报、公开资料，中证鹏元整理

图 2 UTV/SSV 高端车型市场份额持续提升



资料来源：Polaris 年报、公开资料，中证鹏元整理

(二) 摩托车行业

全球及国内摩托车行业需求总体平稳，国内市场以品牌出海、产品升级为主要特征的结构性改善显著，但国内中大排量产品市场渗透率仍偏低，近年自主龙头摩企出海进程提速，有望成为新的增长点

摩托车按结构特征可划分弯梁式、跨骑式、踏板式等；按用途则分为摩托自行车、城市踏板车、运动型车、巡航车、旅行车、公路赛摩托车、山地摩托车等；按排量划分，一般分为助力车（50cc以下）、小排量（50cc-250cc）、中等排量（250cc-500cc）、大排量（500cc及以上）。

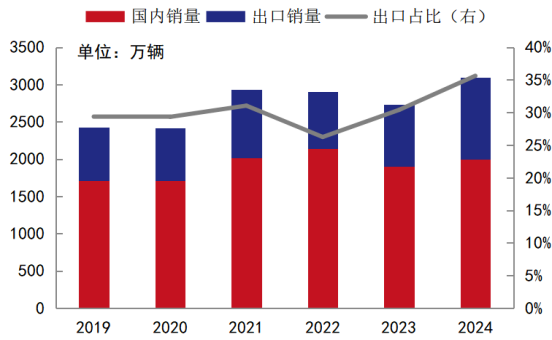
目前，全球摩托车市场容量保持平稳增长态势，消费市场主要分布于亚洲、欧洲、拉美及北美地区。从排量构成看，不同地区呈现差异化特征，其中北美、欧洲、大洋洲中大排量摩托车保有量较高，拉美市场小排量通路车占据主导地位，而亚洲和非洲则以低端通路车为主。

我国摩托车行业曾在上世纪90年代至2008年实现高速发展，但此后随着电动两轮车和乘用车的兴起对摩托车需求产生替代作用，叠加多数城市“禁摩令”政策的压制，市场需求逐渐趋于下降。与此同时，市场结构呈现出明显的分化特征：一方面，随着国内经济的增长和消费者购买能力的提升，人们对摩托车的需求从出行工具逐渐转向娱乐，并衍生出摩托车休闲文化产业，以娱乐休闲为主的中大排量摩托车市场需求持续扩大，国内250cc以上摩托车销量从2019年的17.72万辆提升至2024年的75.65万辆，同期市场渗透率由1.5%爬升至7.3%，但对标欧美等成熟市场仍有较大提升空间；另一方面，近年来随着我国摩托车企业频繁与外资车企深度合作、不断提升技术研发实力，产品竞争力及品类丰富度得到较大提升，中国摩托车出口数量呈现快速增长态势，其中小排量产品仍为目前出口主流，但近年国内大排量领域自主龙头摩企加速海外业务产品导入与渠道建设，推动中大排量产品出口增长提速。

全球摩托车市场格局呈现多强竞争局面，以本田、雅马哈、川崎为主的日系品牌占据主导地位，哈雷、BMW等欧美老牌厂商亦享有一定份额，国产品牌海外渗透率总体较低。从中大排量摩托车细分领域来看，近年国内市场集中度持续提升，春风动力、钱江摩托、隆鑫通用三强格局相对稳固，2024年CR3达56.6%，而中大排产品全球消费地主要集中在欧美地区，海外市场空间更为广阔，目前市场主要

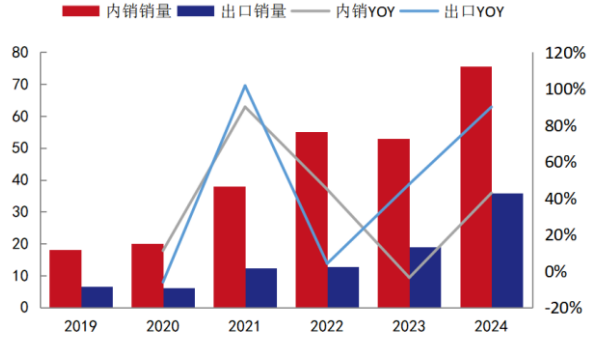
参与者仍以欧美本土企业及日本企业为主，但以自主品牌为首的国产厂商在国内经历多年的充分竞争，已具备与国际巨头比肩的产品力及显著的性价比优势，有望成为新的增长极。

图 3 国内摩托车销量平稳，但出口景气度上行



资料来源：Polaris 年报、公开资料，中证鹏元整理

图 4 中大排量摩托车内外销均呈现高增长态势



资料来源：Polaris 年报、公开资料，中证鹏元整理

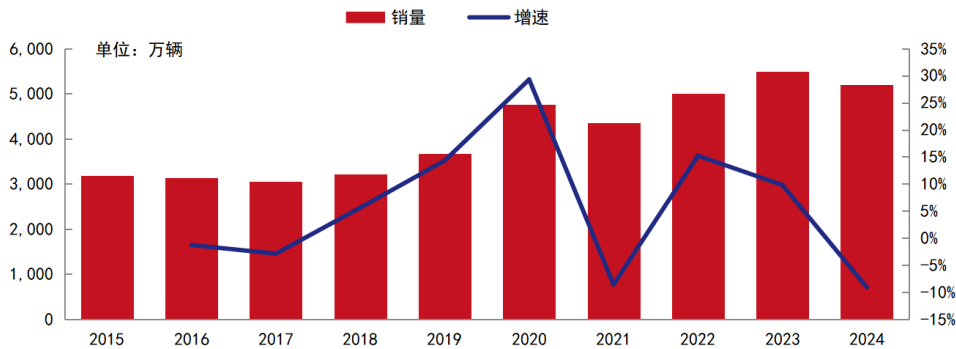
（三）电动两轮车行业

随着新国标带来的电动两轮车替换需求影响减弱，“以旧换新”政策接力刺激下游需求；国内电动两轮车行业已步入存量竞争阶段，市场集中度加速提升，高端化、智能化成为关键角逐点

中国是全球最大的电动两轮车消费国，国内销量约占全球的80%以上，且据电动车观察网统计，2024年国内电动两轮车保有量约4.25亿台。尽管市场保有量较高，但因其置换周期较短，叠加2018年版《电动自行车安全技术规范》（以下简称“新国标”）实施后，由此产生的替换需求在2019-2023年内对市场销量形成较好支撑，2024年随着过渡期步入尾声，政策影响逐渐减弱。2024年8月末，商务部等5部门办公厅（室）联合印发《推动电动自行车以旧换新实施方案》，以旧换新接棒成为下游需求的主要刺激因素，但二、三季度为行业销售旺季，政策出台对2024年行业销量的推动作用未完全体现，2025年各地持续开展电动自行车以旧换新工作，有望继续激发消费需求，加速存量车的更新替换，为行业带来新增量。

随着新国标产生的新增市场消退和准入门槛提高，国内电动两轮车行业正从“规模竞争”转向“价值竞争”，市场集中度加速提升，高端化、智能化成为头部厂商破局关键。当前我国的电动两轮车企业可大致分为业内传统品牌和跨界布局新品牌两类：其中，传统品牌如雅迪、爱玛、新日、绿源已深耕行业多年，具备深厚供应链、渠道等基础，主要布局大众化消费市场；九号公司和小牛电动则定位年轻化、智能化，在近年来切入中高端市场，把握结构性机遇实现快速成长。

图 5 国内电动两轮车销量 2019-2023 年迎来高速增长期，但 2024 年需求转弱



资料来源：艾瑞咨询，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事全地形车、燃油摩托车及电动两轮车的研发、生产和销售，目前收入主要来源于全地形车和燃油摩托车两大主力产品，其中全地形车以出口为主，2023年销售额因海外经销商累库而有所下滑，但2024年收购欧洲GOES品牌切入下沉市场带来一定增量业务空间，燃油摩托车业务近年在稳定内销市场的同时加速出海布局，叠加2024年产品推新节奏加快，收入规模持续高速增长。公司自2022年正式推出极核两轮电动车产品，并由高端领域逐步下沉至中低端产品，同步推进销售渠道扩张，2024年起该业务呈现爆发式增长。此外，售后零配件及后市场用品的销售以及运费收入亦可为公司贡献稳定的收益来源。总体来看，受益于产品矩阵的日益丰富及前瞻性的海外市场布局，公司近年处于业务快速扩张期，2022-2024年营业收入年均复合增长率达14.96%，2025年1季度仍延续高增长态势。

毛利率方面，由于2023年国际海运费下降及人民币汇率走强推动外销业务毛利率显著改善，加之全地形车产品结构中高附加值的产品占比提升，带动当年公司销售毛利率同比大幅提升，但此后随着毛利率相对较低的燃油摩托车业务规模扩张而略有回落。此外，需要关注的是，电动两轮车尚处业务拓展初期，现阶段仍呈现经营亏损状态，但亏损幅度随销量扩大而有所收窄，需关注后续盈利改善情况。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月			2024年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
全地形车	21.22	49.92%	35.82%	72.10	47.95%	36.51%
燃油摩托车	14.07	33.09%	23.56%	60.37	40.15%	23.56%
电动两轮车	3.02	7.10%	-6.54%	3.97	2.64%	-6.78%
配件及其他	2.93	6.88%	43.86%	10.35	6.89%	45.92%
其他业务收入	1.27	3.00%	50.07%	3.58	2.38%	4.94%
合计	42.50	100.00%	29.73%	150.38	100.00%	30.06%
项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
全地形车	65.04	53.71%	38.45%	68.38	60.10%	26.21%

燃油摩托车	44.02	36.35%	24.84%	33.21	29.18%	20.80%
电动两轮车	0.77	0.64%	-18.54%	0.51	0.45%	-34.64%
配件及其他	7.93	6.55%	42.83%	8.35	7.34%	30.40%
其他业务收入	3.33	2.75%	12.97%	3.33	2.93%	19.01%
合计	121.10	100.00%	32.73%	113.78	100.00%	24.45%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司以水冷发动机技术为核心，近年品牌知名度及产品丰富度不断提升，在全地形车及中大排量摩托车细分市场具备较强的品牌影响力和产品竞争力，市场份额领先；近年在传统技术优化升级及电动化、智能化等新兴领域持续加大研发投入，为巩固市场地位及产品更新迭代提供较好支撑

公司以大排量水冷发动机技术为核心，产品聚焦于中大排量摩托车与全地形车，并以自主品牌“CFMOTO”为销售主力，同时通过收购品牌、合资品牌或设立子品牌的方式进入差异化竞争市场，持续丰富品牌及产品矩阵，在细分行业已形成较强的品牌影响力和产品竞争力。其中，全地形车出口份额近年基本维持在70%以上，连续多年位居国内首位，龙头地位稳固。同时凭借高于国外品牌的性价比优势，海外市场开拓顺利，在欧洲及美国市场总体市占率居前；公司中大排摩托车产品在动力性能、操控体验、外观设计等方面较为契合当下年轻消费者诉求，曾经打造出250SR/450SR等多款畅销产品，且近年不断完善产品谱系及排量段，在国内细分赛道具备较强的竞争优势，2024年“>200CC”跨骑式摩托车销量领先。

表3 公司业务条线及产品布局

产品类型	细分产品系列	排量段	应用场景	面向市场
全地形车	ATV、UTV、SSV	400-1000cc	户外作业、运动休闲、抢险救援、地质勘探等	美国、欧洲
燃油摩托车	街车、复古、旅行、仿赛、越野、太子、踏板等	125-1250cc	运动、竞技、休闲、娱乐等	国内、欧洲、拉丁美洲、北美洲、亚洲、中东等
电动两轮车	电摩、新国标电自等	-	日常出行等	国内

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司较早进入水冷发动机领域，在发动机性能提升的技术途径、制造工艺方面积累了丰富的经验，同时具备完整的整车设计、制造及检测试验能力，共同构成其核心技术优势，截至2025年3月末，公司共获有效授权专利1,866项，其中境内专利1,699项、境外专利167项。近年公司在加速产品创新迭代的同时，一方面对发动机、变速箱、整车车架等传统技术储备及生产工艺进行持续优化升级，另一方面积极顺应行业电动化、智能化发展趋势，在三电系统及智能化领域加大研发投入。基于此，近年公司研发费用支出及研发人员数量不断扩大，整体研发强度较高，持续的研发投入在巩固公司产品性能及质量优势的同时，亦可为产品更新迭代及创新技术路径提供较好支撑。

表4 公司研发投入情况（单位：亿元）

研发投入/人员	2025年 1-3月	2024年	2023年	2022年
研发费用	2.48	10.26	9.24	7.52

研发费用占比	5.83%	6.82%	7.63%	6.61%
研发人员数量	1,538	1,508	1,431	1,210
研发人员数量占比	19.93%	21.82%	28.25%	30.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司主力销售市场集中于欧美和国内，并构建了完善的全球分层渠道体系，近年经销渠道扩容及产品矩阵拓宽驱动海内外销量快速增长，但需关注贸易政策频繁变化、汇率波动等因素对出口业务的扰动以及部分产品“价格战”演变对利润的挤占

公司采取“经销主导、直销为辅”的销售策略，形成覆盖全球市场的分层渠道体系。其中美国市场由美国子公司CFP直接负责，其他国外市场主要以一级代理商拓展下游经销渠道，国内市场渠道建设则更加扁平，其中电动两轮车业务主要依托区域经销商拓展分销渠道或终端门店，而燃油摩托车业务由总部直接和终端经销商合作，少量公务车业务会采取直销的模式，主要面向公安局、交警队等政务客户。从渠道协同性来看，由于产品属性差异，全地形车和燃油摩托车产品可共享部分经销商资源，而电动两轮车经销渠道则相对独立。

公司针对不同销售市场执行差异化的结算及信用政策：其中内销采用银行转账和票据相结合的结算方式，并执行较为严格的“现款现货”政策；外销以电汇为主要结算手段，并配套适度的信用支持，其中对于非美地区引入中国出口信用保险公司提供投保额度，在此基础上公司预收经销商30%的货款并对剩余款项给予90-120天的信用期，而美国子公司CFP通常采取经销商库存融资的方式结算，即经销商以采购商品向第三方金融机构作抵押获取融资款，委托其直接向公司支付货款，并在货物销售后向其还本付息的行为，融资机构对公司的回款周期一般在30天左右。总体而言，公司对于经销商的议价能力较强，能够较好的保障资金回笼速度，但出口业务普遍设有一定信用期，一定程度上拖累整体资金周转效率，且在库存融资模式下，若经销商出现履约困难或车辆滞销，CFP需承担剩余商品的回购义务，或将加大库存压力。

价格体系方面，公司掌握产品定价权，其中外销价格通常综合各地市场竞争态势、竞品价格等因素确定，内销则执行全国统一定价。近年燃油摩托车市场竞争日益激烈，行业内已出现价格竞争势头，公司随市场竞争动态调整定价策略，导致该产品销售均价有所下移，全地形车受益于产品结构优化单价持续抬升，而电动两轮车因产品矩阵下沉均价下行幅度较大，需持续关注行业价格战演变对公司定价体系及盈利水平的影响。

表5 公司主要产品均价变化情况（单位：万元/台）

产品类型	2025年 1-3月	2024年	2023年	2022年
全地形车	4.60	4.26	4.44	4.10
燃油摩托车	2.20	2.11	2.31	2.34
电动两轮车	0.31	0.38	1.19	1.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从市场结构来看，目前主力销售区域为北美洲、欧洲和国内，三者合计占各期销售收入的80%以上，

其中欧洲和国内市场受益于全地形车品牌矩阵拓宽及燃油摩托车销量增长明显扩容，其他新兴市场亦有不俗表现。基于全球化发展战略，公司近年持续加码渠道建设，目前全球零售终端分布于北美洲、欧洲、南美洲、东南亚及大洋洲等多数国家和地区；国内市场经销商地级市覆盖率较高，多集中于经济发达区域。得益于全球化的市场布局及广泛的营销渠道铺设，近年公司前五大客户销售收入占比在18-20%之间窄幅波动，主要为各国总代理商，客户结构呈现较为分散且相对稳定的格局，经销渠道较为稳固。

中证鹏元关注到，公司对美国市场出口业务占比较高，且当前出口税收成本由公司全额承担，近期美国贸易政策不确定性加剧，短期内公司通过提前备货等策略对冲潜在负面冲击，但考虑到后续贸易政策走向尚不明朗，需持续跟踪其对公司出口订单承接及盈利水平的影响；并且公司外销产品多以美元结算，需关注国际外汇市场波动加剧带来的汇率风险敞口。

表6 公司分地区主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年1-3月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
中国境内	10.27	24.91%	38.74	26.39%	25.84	21.94%	25.84	23.39%
北美洲	14.60	35.41%	45.35	30.89%	47.54	40.37%	49.03	44.39%
欧洲	12.06	29.25%	40.05	27.28%	25.27	21.46%	22.68	20.54%
亚洲（不含中国境内）	1.59	3.86%	13.54	9.22%	10.27	8.72%	5.21	4.71%
大洋洲	1.21	2.94%	4.29	2.92%	3.75	3.18%	4.33	3.92%
南美洲	1.19	2.88%	0.78	0.53%	0.53	0.45%	0.35	0.32%
非洲	0.31	0.74%	4.06	2.77%	4.58	3.89%	3.01	2.72%
合计	41.23	100.00%	146.80	100.00%	117.77	100.00%	110.45	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司结合客户订单及市场预测组织排产，库存积压风险可控；为配合业务拓展战略，公司持续优化全球产能布局并加快扩产节奏，但贸易政策不确定性或影响产能消化效率，同时本期债券募投项目拟加速电动两轮车业务布局，恐面临较大的市场开拓及同业竞争压力

公司主生产基地位于杭州市，并积极推进全球化产能布局，目前已在中国、泰国和墨西哥运营6个生产基地，另有桐乡生产基地（即本期债券募投项目）处于规划建设阶段，分别按产品分工和辐射区域承担相应的生产职能，并由总部制造管理中心统筹协调产销节奏，分散化的产能布局有助于提升订单响应速度并降低物流运输成本，但也加大了跨境管理难度。此外，为应对潜在贸易壁垒升级的影响，公司计划进一步加大墨西哥基地输美产品比例，并逐步将部分供应链向当地转移，但相关产品能否满足美墨加协定的豁免要求仍有待验证，同时墨西哥劳动力及配套产业成熟度不及国内，或推高单位生产成本，后续贸易政策波动亦可能加大公司境外投资风险。

表7 公司全球生产基地布局情况

国家	生产基地	主要辐射区域	产品品类
中国	杭州总部北园区	全球	全地形车

	杭州总部南园区	全球	燃油摩托车
	杭州杰西嘉园区	国内	电动两轮车
	重庆	国内、中南美洲、墨西哥、拉丁美洲等	小排量摩托车
	桐乡	全球	电动两轮车、燃油摩托车
墨西哥	托鲁卡	墨西哥、拉丁美洲	燃油摩托车
	蒙特雷	北美洲	全地形车
泰国	-	北美洲	全地形车

注：桐乡生产基地目前处于在建状态。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司销售产品具备一定的标准化特征，并据此构建适应自身需求的柔性生产模式，其中发动机组装、机加、注塑、车架、涂装、整车总装等核心工序均自主生产，其余非关键工序委托外协加工，以实现质量管控和效率提升的平衡。公司主要结合客户订单及市场预测组织排产，其中外销一般提前2个月接收经销商订单，内销通常根据市场趋势提前预判产销量，不同产品生产周期约为7-25天不等。基于以上生产模式，近年公司主要产品产销率维持高位，存货积压风险可控，但内销库存去化周期和滞销风险总体大于外销。近年为扩大市场份额、缩短交付周期，公司有序推进产能扩张，当前产能储备较为充足，负荷处于合理区间，为应对超预期订单增长预留了弹性空间，但需关注未来若贸易壁垒升级，公司将面临产能无法充分去化的风险。

为打造新的业绩增长点，公司拟通过本期债券募投项目推进电动两轮车业务配套产能扩充及营销网络布局，建成达产后相关产品产能将大幅扩容至280万台/年，有望加速电动两轮车业务的市场渗透效率并进一步释放业绩增长潜力。但中证鹏元关注到，国内电动两轮车行业发展较为成熟且市场集中度较高，公司虽采取高端化的差异竞争策略，但在细分市场仍直面小牛、九号等头部品牌的竞争，考虑到新增产能较之公司体量而言偏大，若后续市场开拓不及预期，将面临较大的产能消化及折旧摊销压力。

表8 公司主要产品产销率及产能利用率情况（单位：台）

主要产品	项目	产量	销量	产销率	产能	产能利用率
2024年	全地形车	186,023	169,147	90.93%	232,128	80.14%
	燃油摩托车	293,917	286,513	97.48%	376,704	78.02%
	电动两轮车	122,515	105,973	86.50%	138,240	88.62%
	合计	602,455	561,633	93.22%	747,072	80.64%
2023年	全地形车	131,297	146,482	111.57%	199,296	65.88%
	燃油摩托车	189,291	190,535	100.66%	316,416	59.82%
	电动两轮车	8,652	6,503	75.16%	127,680	6.78%
	合计	329,240	343,520	104.34%	643,392	51.17%
2022年	全地形车	169,638	166,724	98.28%	146,496	115.80%
	燃油摩托车	148,343	141,957	95.70%	244,224	60.74%
	电动两轮车	5,720	3,296	57.62%	29,952	19.10%
	合计	323,701	311,977	96.38%	420,672	76.95%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司成本端呈现明显的资本密集特征，近年总体压力可控；因上游供应商格局分散且多数原材料市场竞争充分，整体原材料短缺风险较低，但需关注部分关键零部件渠道供应稳定性对生产节奏的影响

公司营业成本中直接材料占比超80%，生产所需原材料涵盖发动机零配件、整车配件、标准件、辅料等，其中除发动机、车架等核心部件需自制外，其它部件主要从国内采购，部分电子元器件等关键零部件需通过国外进口。公司采购模式主要遵循“以销定采”的原则，对于部分进口零部件会根据市场情况提前储备，由总部统一协调和集中采购，并采取询价方式筛选供货方，可在一定程度上降低原材料采购价格；公司与供应商的结算周期一般为1-2个月，但结算方式以票据为主、现款为辅，具备较强的上游账期谈判能力。

由于公司采购的钢材、铝材、铜材、塑料等标准件市场价格较为透明，向上议价空间有限，对总体成本管控构成一定约束。从近年价格走势来看，钢价走势趋于平稳，铜价和铝价处于上行通道，橡胶价格高位震荡，但得益于上述标准件采购占比有限，上游价格波动对成本端影响整体可控，未对毛利率形成显著侵蚀。

公司采购原材料及零部件品类繁多，单一材料采购规模有限，导致供应商结构呈现分散化特征，近年对前五大供应商的采购占比处于13-17%之间。公司与主要供应商合作关系稳固，且多数原材料市场竞争充分、流通性较高，不存在明显的短缺风险，但芯片等关键零部件受贸易管制影响，可能面临供应中断风险，需关注渠道供应稳定性对公司生产节奏的影响。

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立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2024年审计报告及2025年1-3月未经审计的财务报表。2022年及2023年公司分别在墨西哥和重庆新设子公司负责属地生产基地运营，2023年及2025年1季度公司陆续设立子公司浙江极核电动车制造有限公司和浙江极核智能装备有限公司分别承接极核品牌的独立运营以及本期债券募投项目的生产，同时近年公司另设有多家子公司以匹配业务拓展需求，但上述变动对公司财务可比性影响较小。

资本实力与资产质量

公司资产规模随业务经营持续扩大，加之货款回笼及时，积累了充沛的货币资金储备，资产流动性与融资弹性充足；但公司存货规模较大，面临一定减值压力，且与KTM AG的股权与业务合作已造成较大规模资产损失，需关注重组方案落地对该公司经营及财务状况的改善效果

受益于经营利润快速累积以及多次实施股权激励计划，近年公司所有者权益持续增长，其中未分配利润及资本公积在权益结构中占据绝对比重；而随着业务规模扩张，对供应商的采购款攀升带动2024年

总负债规模明显增长，综合影响下产权比率呈现宽幅震荡趋势，资本结构一般。

图6 公司资本结构

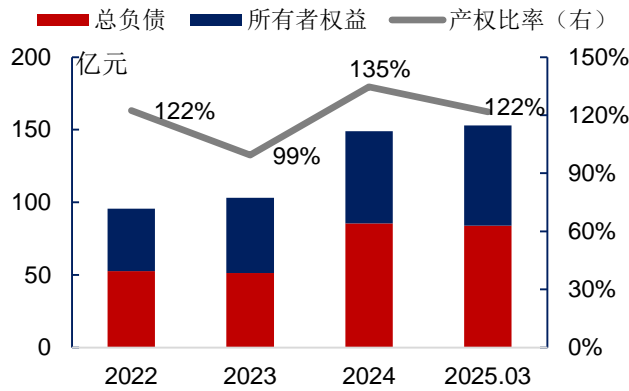
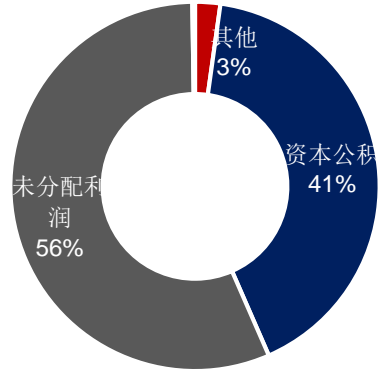


图7 2025年3月末公司所有者权益构成



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

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

近年公司资产规模随业务经营而持续扩大，以货币资金、存货、应收账款及固定资产为主要构成，形成以流动资产为核心的资产结构。

公司保有较大规模现金储备以备经营周转及项目投资需要，且2024年末因保证金、存单等而受限的资金仅2.82亿元，可用流动性充裕，但其中以美元为主的外币现金占比较高，或面临较大的汇率波动风险。存货和应收账款随业务规模扩张总体呈增长趋势，其中存货主要由库存商品构成，原材料和发出商品构成一定补充，2024年公司基于贸易政策调整预期及电动两轮车销量增长提前储备较大规模库存商品和原材料，致存货规模明显提升，期末因产品滞销及停产车型专用件清理等形成的跌价准备余额为1.09亿元，需关注在手库存后续流转情况；公司与经销商或第三方融资机构的信用账期较短，应收账款账龄主要集中于半年以内，整体周转效率较高。但需要关注的是，公司与KTM互为代理商，由此形成较大规模应收账款、整车及专用配件库存，2024年针对其经营风险单项计提应收账款坏账准备0.83亿元和存货跌价准备0.11亿元；此外，公司其他权益工具投资系对其母公司PMAG的股权投资，同期末累计计入其他综合收益的损失为2.30亿元；当前该公司重组方案已获通过，并由印度Bajaj注资及控股，需关注重组方案落地对其经营及财务状况的改善效果以及未来公司与其合作的持续性。

此外，公司近年海内外扩产力度较大，以厂房及设备为主的固定资产规模显著增长，需关注后续周转效率及折旧计提对盈利的影响。由于公司当前经营发展对债务融资依赖度较低，截至2024年末除货币资金外无其他资产受限，资产流动性与融资弹性充足。

表9 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	77.53	50.67%	71.49	47.98%	45.06	43.69%	43.23	45.25%
应收账款	13.83	9.04%	14.49	9.72%	10.86	10.53%	8.51	8.91%
存货	24.99	16.33%	25.30	16.98%	16.63	16.12%	20.67	21.64%

流动资产合计	122.98	80.37%	119.33	80.09%	77.09	74.74%	76.79	80.37%
其他权益工具投资	0.96	0.63%	1.05	0.70%	2.61	2.53%	2.33	2.43%
固定资产	17.49	11.43%	18.05	12.12%	13.34	12.94%	9.57	10.02%
非流动资产合计	30.04	19.63%	29.67	19.91%	26.05	25.26%	18.75	19.63%
资产总计	153.02	100.00%	149.00	100.00%	103.14	100.00%	95.54	100.00%

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

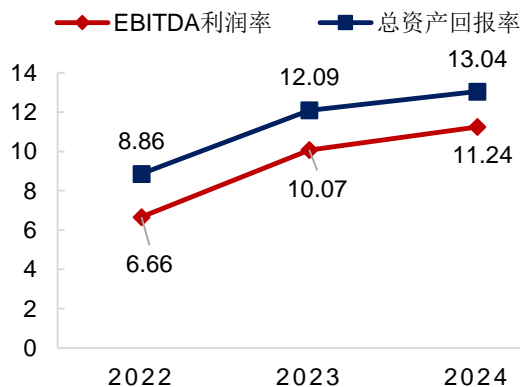
盈利能力

公司业务规模扩大及毛利率波动上升推动经营利润持续增长，叠加期间费用控制相对稳定，盈利能力持续向好；短期内主要产品市场增长空间犹存，但美国贸易政策、同业价格竞争以及新增产能折旧压力将对盈利构成一定挑战

随着公司业务规模扩大、毛利率波动上升，带动经营利润持续增长。为促进终端产品销售，公司近年在广告宣传、产品促销、销售人员激励等方面保持高强度投入，尤其2023年为消化美国市场全地形车库存，专项促销力度显著加大，直接推动当年销售费用率大幅提升；与此同时，随着经营版图拓展，研发与管理等固定费用开支亦随之增长，期间费用率除2023年因促销特殊波动外，近年整体保持稳定。此外，虽然坏账敞口扩大及存货减值计提对利润形成一定侵蚀，但得益于营收增长的摊薄效应以及汇兑收益的补充，近年公司销售净利率持续提升，EBITDA利润率和总资产回报率亦同步增长，盈利能力不断增强。

考虑到公司全地形车产品品牌效应和市场份额居前，燃油摩托车产品迭代及出海提速有望带来增量业务空间，同时随着公司在电动两轮车领域加速产能和渠道布局，未来市场增长潜力较大，上述因素或将继续支撑公司业绩向好。但美国贸易政策摇摆加大公司对美出口业务的不确定性，行业竞争加剧可能进一步激化价格战并挤压利润空间，此外，若电动两轮车业务若市场开拓不及预期，前期产能扩建带来的折旧摊销压力亦不容忽视。综合来看，短期内公司盈利能力有望在合理区间内保持相对平稳。

图8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2024 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司总负债主要为应付票据和应付账款形成的上游占款，且经营活动现金流表现较优，流动性指标尚属稳健，考虑到票据可以滚续，公司实际面临的刚性偿付压力较小，但需关注若本期债券成功发行将显著推升公司杠杆水平

公司对供应商话语权较强，随着业务体量扩张，近年通过应付票据和应付账款形成的上游占款规模大幅提升，构成总负债的核心组成部分，其中总债务主要为以银行承兑汇票为主的短期债务，考虑到票据可滚续的特性，公司实际面临的刚性偿付压力较小。

表10 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年3月		2024年		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	34.75	41.37%	38.58	45.11%	19.28	37.50%	24.64	46.85%
应付账款	35.66	42.45%	33.26	38.89%	22.45	43.66%	20.91	39.76%
流动负债合计	81.34	96.82%	82.88	96.92%	49.25	95.79%	51.61	98.14%
负债合计	84.01	100.00%	85.51	100.00%	51.42	100.00%	52.59	100.00%
总债务	36.60	43.57%	40.46	47.31%	20.58	40.02%	24.86	47.28%
其中：短期债务	34.92	95.40%	38.84	96.00%	19.49	94.70%	24.74	99.50%
长期债务	1.68	4.60%	1.62	4.00%	1.09	5.30%	0.13	0.50%

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

公司产品销售账期较短，资金回笼及时，收现比维持较高水平，经营活动现金流亦保持大幅净流入状态。伴随营业收入增长推动经营性利润扩张，近年EBITDA和FFO亦同步提升，EBITDA利息保障倍数虽因利息支出增加而有所下滑但仍处高位，且账面货币资金储备可对总债务形成全额覆盖，净债务持续为负，总体债务负担较轻。但由于公司对供应商占款形成的总负债规模较大，导致以资产负债率及总债务/总资本衡量的财务杠杆水平略高，若本期债券成功发行，将显著推升公司债务规模及杠杆压力。

虽然本期债券募投项目总投资规模较大，且部分建设资金仍需自筹，但资本开支缺口相较于账面现金储备而言体量较小，短期内外部融资需求不大。

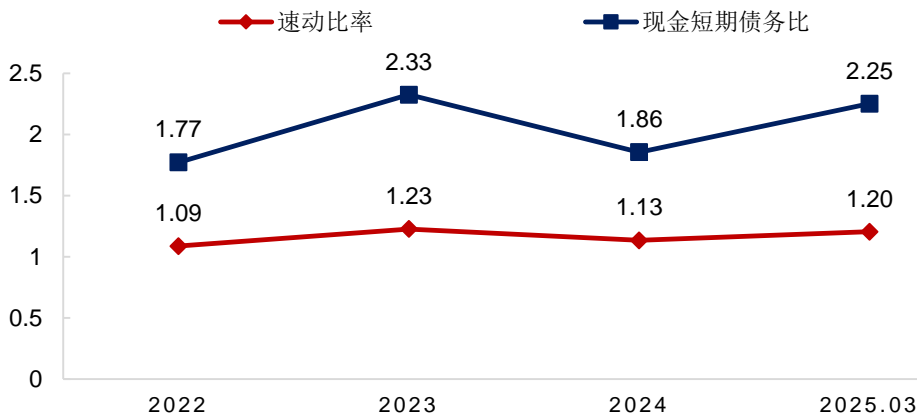
表11 公司偿债能力指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	7.92	29.73	13.85	16.98
收现比	108.30%	96.19%	94.34%	98.34%
FFO（亿元）	--	13.67	10.11	5.77
资产负债率	54.90%	57.39%	49.85%	55.05%
净债务/EBITDA	--	-1.65	-1.78	-2.11
EBITDA 利息保障倍数	--	108.19	131.39	401.72
总债务/总资本	34.66%	38.92%	28.46%	36.66%
FFO/净债务	--	-48.97%	-46.44%	-35.96%
经营活动现金流净额/净债务	-19.30%	-106.46%	-63.60%	-105.88%
自由现金流/净债务	-16.76%	-88.47%	-41.17%	-77.96%

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

近年公司现金短期债务比和速动比率均在合理区间内窄幅波动，且短期债务主要由应付票据构成，流动性压力较小。考虑到截至2025年3月末公司未使用授信额度尚余15.10亿元，可新增信贷规模充足，且公司作为上市公司，拥有多元通畅的融资渠道以及稳定持续的造血能力，资产受限比例很低，后续再融资空间充足，亦可有效支撑短期资金周转。

图9 公司流动性比率情况



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

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5月14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。

根据中国执行信息公开网，截至报告查询日（2025年7月9日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，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以及偿债保障情况等因素，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。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的计划公布时间。

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，发行主体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不定期跟踪评级。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。

如发行主体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。

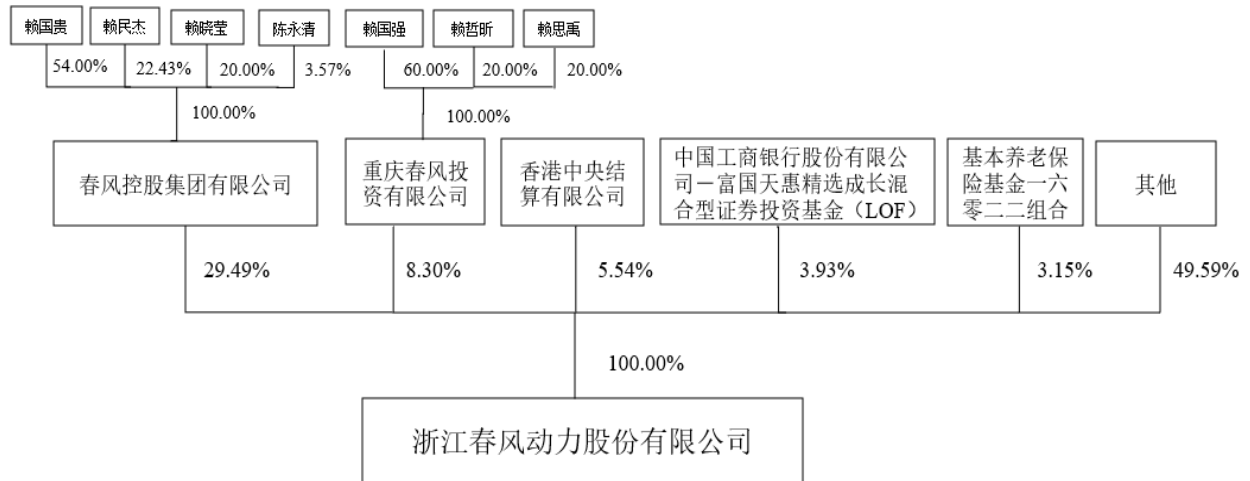
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易场所、中国证券业协会网站和中国证监会指定的其他网站公布跟踪评级报告，本评级机构通过其它渠道发布跟踪信用评级信息的时间不先于上述指定渠道。

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	77.53	71.49	45.06	43.23
应收账款	13.83	14.49	10.86	8.51
存货	24.99	25.30	16.63	20.67
流动资产合计	122.98	119.33	77.09	76.79
固定资产	17.49	18.05	13.34	9.57
非流动资产合计	30.04	29.67	26.05	18.75
资产总计	153.02	149.00	103.14	95.54
应付票据	34.75	38.58	19.28	24.64
应付账款	35.66	33.26	22.45	20.91
一年内到期的非流动负债	0.17	0.26	0.21	0.10
流动负债合计	81.34	82.88	49.25	51.61
负债合计	84.01	85.51	51.42	52.59
总债务	36.60	40.46	20.58	24.86
其中：短期债务	34.92	38.84	19.49	24.74
所有者权益	69.01	63.49	51.72	42.95
营业收入	42.50	150.38	121.10	113.78
营业利润	5.41	16.32	12.02	7.81
净利润	4.23	14.94	10.57	7.40
经营活动产生的现金流量净额	7.92	29.73	13.85	16.98
投资活动产生的现金流量净额	-1.12	-4.03	-8.62	-0.76
筹资活动产生的现金流量净额	1.22	-2.37	-1.60	-1.34
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	16.90	12.20	7.58
FFO（亿元）	--	13.67	10.11	5.77
净债务（亿元）	-41.04	-27.92	-21.77	-16.03
销售毛利率	29.73%	30.06%	32.73%	24.45%
EBITDA 利润率	--	11.24%	10.07%	6.66%
总资产回报率	--	13.04%	12.09%	8.86%
资产负债率	54.90%	57.39%	49.85%	55.05%
净债务/EBITDA	--	-1.65	-1.78	-2.11
EBITDA 利息保障倍数	--	108.19	131.39	401.72
总债务/总资本	34.66%	38.92%	28.46%	36.66%
FFO/净债务	--	-48.97%	-46.44%	-35.96%
经营活动现金流净额/净债务	-19.30%	-106.46%	-63.60%	-105.88%
速动比率	1.20	1.13	1.23	1.09
现金短期债务比	2.25	1.86	2.33	1.77

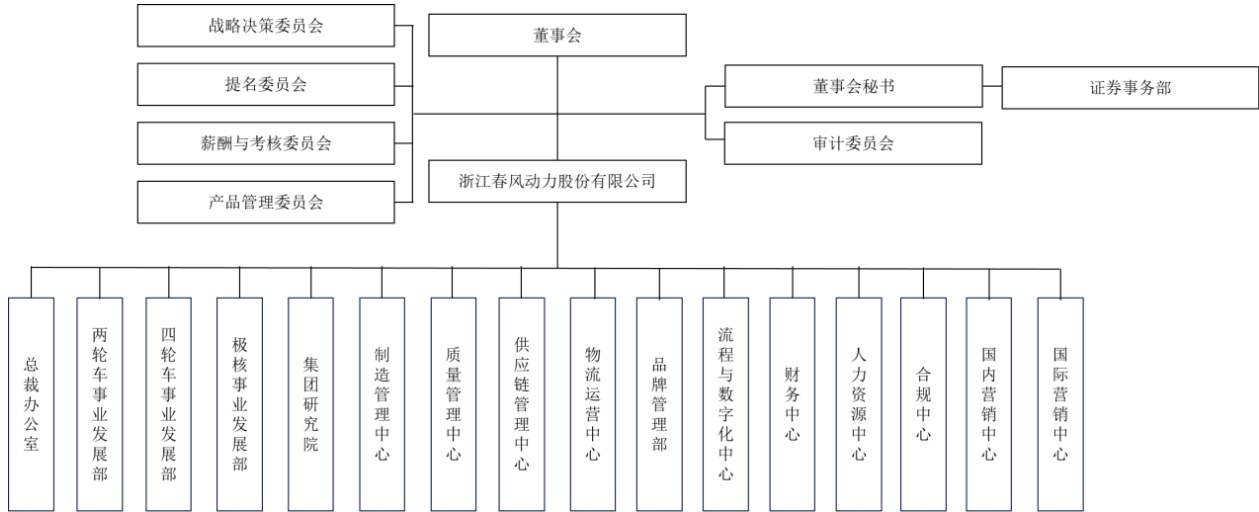
资料来源：公司 2022-2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月）



资料来源：公司提供

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
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