



# 2022年温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司公开发行可转换公司债券2024年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

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

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

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

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

本次评级结果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

# 2022年温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司公开发行可转换公司债券2024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
冠盛转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司（以下简称“冠盛股份”或“公司”，股票代码“605088.SH”）所处的汽车后市场在欧美地区稳中有增，国内市场增长潜力大，未来需求有一定支撑。公司营销网络覆盖 120 多个国家和地区，销售区域分散，有助于分散经营风险，且 2023 年公司的全球智慧供应链方案布局已逐步成熟，有助于丰富产品结构，满足客户一站式采购需求；同时中证鹏元也关注到公司海外客户占比很高，需关注人民币汇率、贸易政策和地缘政治冲突对公司经营的影响。公司在建项目仍需一定规模的自有资金投入，且拟启动的半固态储能电池生产建设项目与公司现有业务差异较大，需关注项目投资风险，亦需关注公司新增产能的消化情况、新业务开拓以及可转债募投项目建设投入和完工时间均不及预期的情况。此外，仍需关注公司可能面临的原材料价格波动风险。

## 债券概况

2024 年 6 月 26 日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	45.63	43.86	31.39	26.25
归母所有者权益	20.84	19.70	17.02	14.79
总债务	16.58	15.25	6.84	3.17
营业收入	7.53	31.80	29.41	24.87
净利润	0.66	2.84	2.38	1.17
经营活动现金流净额	-1.54	3.34	3.80	0.37
净债务/EBITDA	--	-0.74	-0.74	-2.23
EBITDA 利息保障倍数	--	12.30	84.66	71.98
总债务/总资本	43.98%	43.59%	28.66%	17.63%
FFO/净债务	--	-111.79%	-109.83%	-39.62%
EBITDA 利润率	--	13.74%	10.92%	8.07%
总资产回报率	--	9.89%	9.76%	5.59%
速动比率	1.63	1.66	1.32	1.39
现金短期债务比	1.73	2.00	1.59	3.06
销售毛利率	26.39%	26.97%	22.97%	20.16%
资产负债率	53.72%	55.01%	45.77%	43.66%

注：2021-2023 年公司净债务为负。2024 年一季度财务指标计算仅考虑其他长期债务调整项。

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，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：钟佩佩  
zhongpp@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **欧美等成熟汽车后市场发展趋势稳中有增，国内市场增长潜力大，未来需求有一定支撑。**欧美汽车工业发展历史较长，以二手车和维修保养为主的汽车售后市场较为成熟。随着汽车保有量和平均车龄稳步增长，欧美市场需求亦稳中有增。国内市场起步晚、平均车龄短，2023 年人均汽车保有量相较其他主要国家仍偏低，未来仍有一定的增长潜力，公司产品需求有支撑。
- **公司营销网络覆盖 120 多个国家和地区，销售区域分散，有助于分散经营风险。**公司客户仍以海外地区的汽车零部件零售商、批发商和生产商为主，前五大客户分别来自美国、俄罗斯、土耳其和国内，区域分布较广，客户集中度不高，2023 年公司营收仍保持增长，短期内单个客户的需求变动对公司经营影响相对较小。
- **2023 年公司的全球智慧供应链方案布局已逐步成熟，有助于公司丰富产品结构，满足客户一站式采购需求。**冠盛欧洲流通加工中心和冠盛墨西哥仓储中心等海外基地在投入使用后为业绩增长做出了贡献，公司在“全球卖”的基础上以个别海外制造优势产品为切入点，实现“全球买”，通过部分产品外采来丰富产品供应结构。

## 关注

- **公司海外客户占比很高，需关注人民币汇率、贸易政策和地缘政治冲突对公司经营的影响。**2023 年公司来自海外客户的营收占比近 90%，其中欧洲区域占比较高，来自北美的订单增长较快。需关注人民币汇率波动对公司成本控制带来的扰动，以及国际贸易政策、地缘政治冲突对公司经营和盈利能力可能造成的影响。
- **直接材料在公司成本中的占比仍很高，关注公司可能面临的原材料价格波动风险。**2023 年直接材料在公司成本中的占比超过 80%，包括橡胶件、球笼半成品和大宗商品钢材等，近年原材料价格波动较大，给公司成本控制带来一定扰动。
- **需关注公司新增产能后续消化以及可转债募投项目建设不及预期的情况。**近年公司持续扩产，其中部分项目产能尚未完全释放，需持续关注新增产能的消化情况。此外，2023 年公司可转债募投项目未新增投入，其项目建设投入和完工时间均不及预期。
- **公司在建项目仍需一定规模的资金投入，且拟进入新业务领域，启动半固态储能电池生产建设项目，承诺投资规模较大，需关注项目投资风险。**公司在建项目较多，包括 IPO 和可转债募投项目。截至 2023 年末，上述项目计划总投资 9.03 亿元，其中募集资金可覆盖 8.64 亿元。此外，公司另有拟投资 10.3 亿元的半固态储能电池生产制造项目，未来资本支出规模仍较大，且需持续关注该项目的投建进度、市场开拓及订单获取情况。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在汽车后市场底盘系统零部件领域具有竞争优势，营销网络覆盖面广且有一定的市场认可度，未来营收有保障，经营风险相对可控。

## 同业比较（单位：亿元）

指标	冠盛股份	万向钱潮	正裕工业	雷迪克
总资产	43.86	208.90	27.54	16.77
营业收入	31.80	144.87	17.58	6.52
净利润	2.84	8.32	0.61	1.20
资产负债率	55.01%	56.68%	52.53%	21.19%
净资产收益率	15.48%	9.36%	5.20%	9.39%
销售毛利率	26.97%	15.45%	24.55%	32.02%
产权比率	1.22	1.31	1.11	0.27

注：以上各指标均为 2023 年数据。

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	cspy_ffmx_2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	9/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	9/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		4/7	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					<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。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（万元）	债券余额（万元）	上次评级日期	债券到期日期
冠盛转债	60,165.00	40,325.48	2023-06-07	2029-01-03

注：债券余额为截至 2024 年 6 月 24 日数据。

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2023年1月3日发行6年期6.02亿元可转换公司债券，募集资金原计划用于冠盛股份OEM智能工厂建设项目、温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司汽车零部件检测实验中心和补充流动资金。截至2023年末，冠盛转债募集资金专项账户余额为4.61亿元。

## 三、发行主体概况

截至2023年末，公司注册资本和实收资本均为1.66亿元。公司控股股东为周家儒先生，持股比例为30.65%，实控人为周家儒、Zhang Mengli（章孟丽）和Richard Zhou（周隆盛），公司股权结构图详见附录二。此外，公司前十大股东持有的公司股权暂无质押情况。

跟踪期内，公司仍主要从事汽车底盘系统零部件的研发、生产和销售，为国内外汽车售后市场提供适配的底盘系统零部件和技术服务。2023年公司购入南京冠鑫新能源科技有限公司100%股权、新设温州行仁贸易有限公司、GAA AUTOMOTIVE TECHNOLOGY SDN.BHD.并纳入合并报表范围。截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司合计14家，详见附录四。

**表1 2023年公司新纳入合并报表范围变化情况（单位：万元）**

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
南京冠鑫新能源科技有限公司	100.00%	667.00	发电、输电、供电业务	收购
温州行仁贸易有限公司	100.00%	100.00	汽车零配件销售	新设
GAA AUTOMOTIVE TECHNOLOGY SDN.BHD.	100.00%	-	汽车零配件销售	新设

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

跟踪期内“冠盛转债”转股价格发生多次调整。2023年6月30日，因公司实施2022年度利润分配，向全体股东每10股派发现金红利5.00元（含税），“冠盛转债”转股价格由原来的18.11元/股调整为17.61元/股。2024年6月18日，因公司实施2023年度权益分派，向全体股东每10股派发现金红利6.00元（含税），“冠盛转债”转股价格由原来的17.61元/股调整为17.01元/股。2023年1月发行“冠盛转债”至2024年6月21日，已有19,840.3万转股，未转股比例为67.02%。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

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

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

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

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

### 行业环境

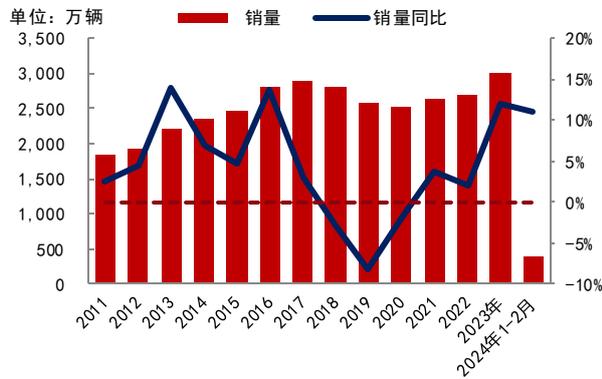
#### 1. 汽车零部件行业

预计 2024 年在国内整车市场需求稳中有增，汽车零部件行业仍将继续受益于汽车出海维持较高景气度和汽车零部件国产替代率逐步提升的双重有利因素，其中新能源汽车零部件产业链需求将更为旺盛；同时需关注 2024 年下游主机厂竞争日益加剧，传统燃油车和新能源车全面掀起降价潮，或对汽车零部件企业盈利形成一定挤压

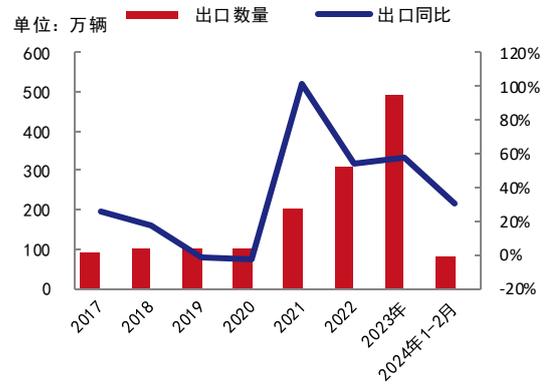
2023 年中国汽车销售市场整体表现良好，在新能源汽车快速增长的带动下全年销量维持较高增速，累计销量 3,009.4 万辆，同比增长 12.00%，自 2021 年以来已连续 3 年实现保持增长趋势，全年销量再创历史新高。

汽车产业具有促消费稳增长的作用，是政府的重点监测和扶持产业之一。2024 年 3 月，国务院发布关于印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》的通知，开展汽车以旧换新。组织开展全国汽车以旧换新促销活动，鼓励汽车生产企业、销售企业开展促销活动，并引导行业有序竞争。严格执行机动车强制报废标准规定和车辆安全环保检验标准，依法依规淘汰符合强制报废标准的老旧汽车。因地制宜优化汽车限购措施，推进汽车使用全生命周期管理信息交互系统建设，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。截至 2023 年末，根据公安部数据统计，我国千人汽车保有量持续上升至 238 辆，但与美国 837 辆、韩国 472 辆等全球主要国家相比，长期仍具备提升空间。同时，预计国内汽车消费结构预计将有所分化，头部新能源车企、部分电动化转型较好且具备综合研发配套能力的零部件企业将继续受益于新能源行业的较高景气度，转型较慢的传统燃油车厂商面临压力，尾部企业开始出清，行业竞争加剧。

从消费端来看，近年经济增速放缓，对居民未来收入预期有所压制，且居民部门杠杆率居高不下，致消费信心有所下滑，仍需时间恢复。此外，自 2023 年以来，国内汽车市场一轮轮汽车降价浪潮此起彼伏，不仅涉及传统车企，更多造车新势力也纷纷加入其中。究其原因，首先，在汽车电动化趋势下，部分市场主体对燃油车车型推出大额折扣，希冀于加强去库存收拢回现金流改善经营状况；其次，头部电动车厂商以价换量抢占市场份额，挤占后来者生存空间，在囚徒困境的博弈环境下，其他车企必须纷纷跟随降价销售策略，作为主机厂商的供应商，汽车零部件行业面临的主机厂采购价格压降压力或随之上升。

**图 1 2023 年我国汽车销量保持增长**


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

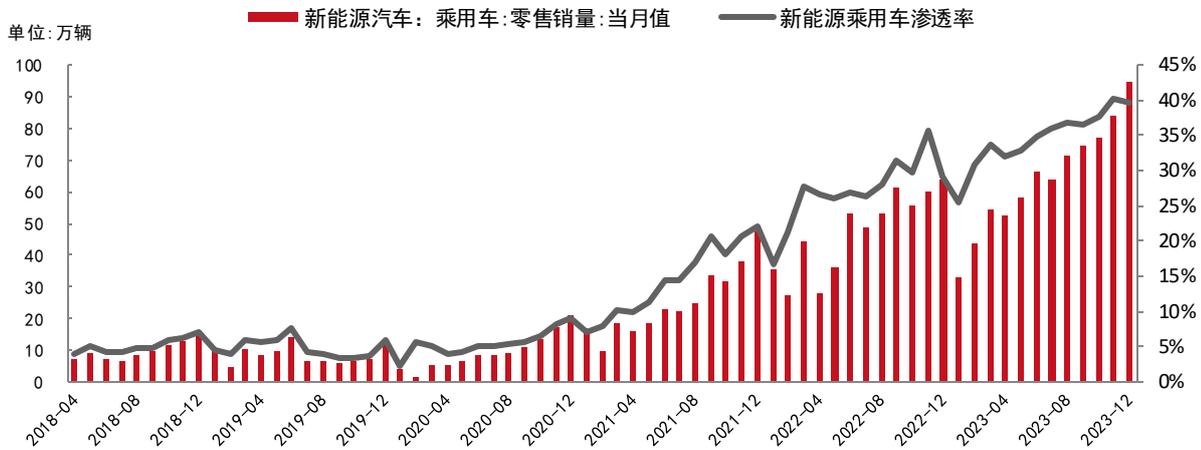
预计 2024 年我国汽车零部件行业将继续受益于自主品牌销量提升带来的国产替代化进程，但行业内部仍将面临一定分化，其中随着新能源汽车市场渗透率不断提高，与新能源汽车相关零部件需求有望进一步提高；我国新能源汽车制造处于全球领先地位，近年零部件企业布局海外产能建设，部分细分零部件领域的全球市占率有望进一步抬升，但仍需关注海外贸易政策风险

从汽车品牌来看，凭借着丰富的车型布局，领先的电池配套能力和良好的市场营销，2023 年自主品牌销售延续亮眼表现，销量持续高速增长，自主品牌市场份额大幅增至 51.84%，带动国产汽车零部件企业持续受益。但同时也需要关注到，近年来我国自主品牌销量增长的主要贡献因素仍源于新能源汽车市场，新能源汽车零部件供应链布局较早、同自主品牌主机厂商合作稳定、具备技术优势的尤其是国产汽车零部件企业将持续受益，而传统燃油车销售占比的持续下降将使得转型较慢的传统燃油车零部件供应商面临更大的经营压力，预计 2024 年汽车零部件行业内部仍将出现一定分化。

新能源汽车零部件方面，随着消费者对新能源汽车认可度逐步提高，充电桩等配套设施持续完善，主流车企不断加大新能源车型投放力度，汽车智能化程度不断提升，未来国内市场对新能源车的需求仍较好，需求推动已取代政策推动成为刺激新能源车消费的核心动力，预计新能源汽车渗透率和新能源汽车零部件需求均有望进一步提高。

从中期来看，掌握新能源汽车零部件核心技术以及供应体系获得先发优势的企业将在激烈竞争中脱颖而出的趋势愈发明显。长期来看，政府支持新能源汽车的政策有望持续，未来新能源汽车市场渗透率继续扩大仍是必然趋势，新能源汽车零部件需求存在持续支撑。此外，近年我国在新能源汽车制造和销售方面都处于全球领先地位，国内汽车零部件企业在部分领域技术和成本优势明显，随着海外产能规划建设布局加速，汽车零部件企业有望加快实现部分零部件细分领域的全球化进程，提升全球市场份额。国内零部件供应商具备成本优势，将有效提升其在国际市场中的竞争力，部分国内零部件企业加速进入全球车企供应链，但也需要关注海外市场面临的贸易政策风险。

图 3 近年新能源乘用车销量和渗透率整体呈波动向上态势



注：新能源乘用车渗透率=新能源乘用车当月零售销量/广义乘用车当月零售销量。

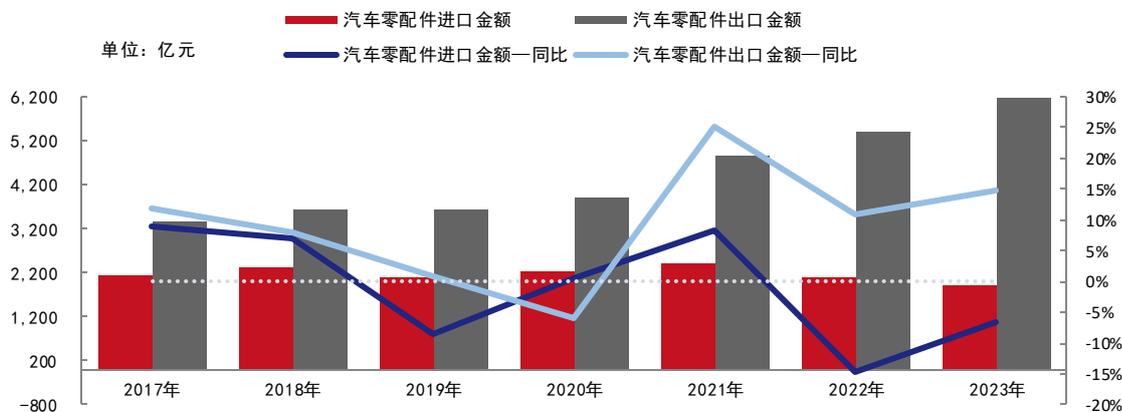
资料来源：乘联会，中证鹏元整理

**2023 年汽车零部件出口延续增长趋势，续创历史新高，进口金额有所下滑；预计随着国内自主品牌配套零部件企业加速出海，出口金额仍将持续增长，但未来需关注中美贸易摩擦缓解情况以及海外经济和贸易环境改善情况等因素**

近年我国汽车零部件进出口总体保持了较强的韧性，尽管 2019-2020 年受中美贸易摩擦等因素影响，我国汽车零部件出口表现较为疲软。2021-2023 年，随着全球主要国家推进促减排的环保政策、国内外新能源汽车渗透率持续提高，中国汽车零部件汽车成本优势愈发凸出，市场消费者认可度逐步提升，新能源汽车正从政策驱动转向消费者需求驱动。2023 年中国汽车零部件出口金额同比增长 14.90%，达到 6,165.86 亿元，续创历史新高。

目前，欧美新能源汽车市场景气度尚可，而中国在新能源产业链上发力较早，具备产业链集聚优势，国内零部件企业正加速海外客户布局，有望拉动汽车零部件行业持续上行，中证鹏元预计 2024 年我国汽车零配件进出口仍将保持增长。但中美贸易摩擦等海外不确定性限制因素的存在仍会对我国汽车零部件的进出口产生一定影响，未来需持续关注海外经济和贸易环境改善情况等因素。

图 4 2023 年汽车零配件出口表现亮眼



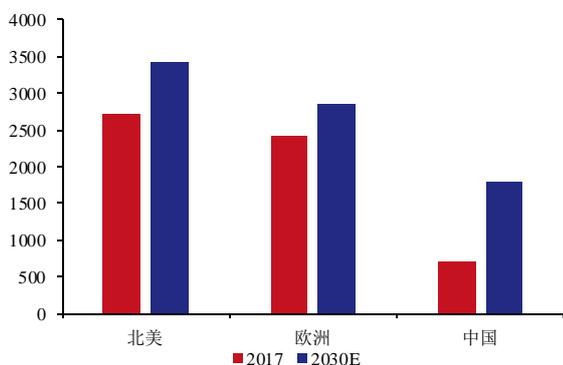
资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

## 2. 汽车后市场行业

汽车保有量和平均车龄为汽车后市场规模增长的主要驱动因素，目前北美及欧洲汽车后市场较为成熟，整体趋势稳中有增；2023 年我国汽车产销量延续上升趋势，汽车保有量扩大有望拉动国内后市场发展，潜力较大，但目前平均车龄相对较短，尚未进入市场需求快速增长期

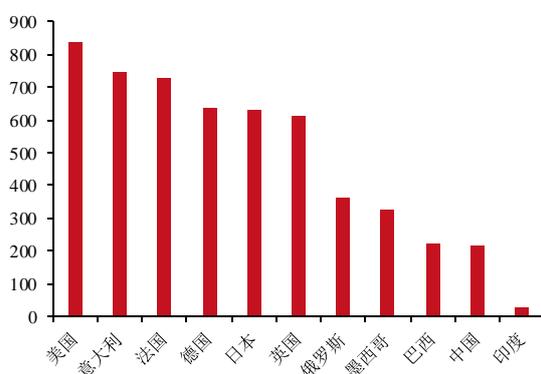
汽车后市场是指围绕汽车售后环节所展开的服务与再交易环节，包括汽车金融、汽车保险、维修保养、汽车用品、二手车市场等领域，其市场容量与汽车保有量和平均车龄密切相关。根据麦肯锡数据显示，2017 年全球汽车后市场规模约为 8,000 亿欧元，其中北美、欧洲和中国市场分别占比为 34%、30% 和 9%，预计到 2030 年，全球汽车后市场规模将达 12,000 亿欧元，年复合增长率约为 3%，具备发展空间。其中，中国汽车后市场规模将达到 1,800 亿欧元，复合增长率为 7.5%，增长潜力较大。

图 5 全球主要国家汽车后市场规模（亿欧元）



资料来源：麦肯锡，中证鹏元整理

图 6 2023 年主要国家千人汽车保有量情况



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

分市场来看，北美汽车工业发展历史较长，以维修保养及二手车为主的汽车后市场较为成熟。根据行业咨询公司 IHS Markit 的数据，美国轻型汽车平均车龄近年持续增长，由 2002 年的平均 9.6 年上升

至 2023 年的 12.6 年。此外，美国汽车保有量亦保持增长，由 2003 年的每千人 468 辆上升至 2023 年的每千人 837 辆，双重因素驱动下，美国汽车后市场的总规模稳中有增。从市场参与主体来看，由于美国人工成本较高且地广人稀，相较于在汽车 4S 店购买专业化的维修和保养，美国消费者在零配件销售门店购买替换件或是 DIY 模式的更为常见，因此 Auto Zone, O'Reilly 等汽配连锁门店在北美拥有一定的市场份额，作为零配件供应商的下游客户，连锁店大规模采购零配件亦有助于提高供应商的运营效率。

欧洲汽车后市场的发展阶段和结构特征同美国市场相近，但相较于美国，欧洲汽车保有量具备更大的增长空间。意大利、法国、德国等欧盟主要国家的汽车每千人保有量相较美国更低，汽车后市场亦具备一定的增长空间。

与成熟市场不同，中国汽车后市场具有起步晚、平均车龄短、发展空间大的特点。自 2009 年以来，我国连续蝉联全球汽车产销量第一，2020 年汽车保有量超越美国，成为全球最大的市场。然而，直至 2023 年我国汽车人均保有量仅为每千人 215 辆，相较于其他主要国家而言仍处于低位，具有较大的增长空间。

从国内的市场结构来看，与美国不同，目前我国汽车后市场份额更多集中在 4S 店，约占 60%，以采用原厂零部件做替换为主。非原厂件约占 40%，相较于美国的 70%，占比偏小，主要系我国汽车人均保有量较低、车龄偏短，汽车后市场主要以购买原厂 4S 店的服务为主，汽配维修处于零散状态，尚未形成较为成熟的配件质量控制和供应体系。然而，随着国内汽车平均车龄、总保有量增加和消费者对非原厂件的接受度提升，预计以汽配维修为主的市场将保持增长。

#### **汽车后市场对万向节、传动轴总成和轮毂的需求受宏观经济波动的影响较小，整体呈增长态势**

万向节是汽车传动系统中的重要部件，作用是将发动机的动力从变速器传递到两个车轮，驱动汽车高速行驶，传动轴总成则是由一根半轴和两个万向节组成的总成装置。在发达国家汽车后市场，因人工成本较高，在单个万向节发生问题需更换时，多会选择更换整个传动轴总成，不再进行万向节拆分，故对供应商而言通常会同时生产万向节和传动轴总成以供挑选。从行业竞争格局来看，目前中国已成为全球万向节以及传动轴总成的主要制造国家，以万向钱潮和冠盛股份为龙头企业，但目前行业集中度仍较低。

汽车轮毂单元是连接汽车悬挂机构和车轮的传动部分，主要作用是承受汽车的重量及为轮毂的传动提供精确向导。在汽车后市场，对万向节、传动轴总成和轮毂供应商的要求与整车配套市场有所不同，供应商能够提供尽可能多车型的零部件，能够在较短时间内对产线进行灵活调整，以适应小批量、多品种的产品生产，满足客户的一站式采购要求尤为重要。其次，上述汽配零部件的需求受宏观经济波动的影响较小，在保有量和汽车平均车龄双因素作用下，整体市场需求呈增长态势。

从竞争格局来看，全球范围内，在万向节、传动轴总成及轮毂单元领域，中国厂商已具备较强的竞争力。目前主要头部厂商包括英国 GKN 集团、日本 NTN 公司，以及国内的冠盛股份、宁波万航、浙江欧迪恩等。车型覆盖率、生产周期和交付时间、成本控制能力、营销网络的可及性以及仓储能力是汽车后市场零部件制造商的竞争关键所在。

**表2 汽车后市场主要传动系统零部件供应商基本情况**

企业名称	简要介绍
英国 GKN 集团	创建于 1759 年，主要业务有汽车传动系统、飞机结构件、粉末冶金、新型合金粉末材料等，为全球汽配零部件领域龙头企业。
日本 NTN 公司	创建于 1918 年，世界综合性精密机械制造厂家之一，主要从事轴承、等速万向节、精密机械等的生产以及销售业务。
宁波万航实业有限公司	创立于 2005 年（前身是 1996 年成立的万航汽配），主要产品包括等速万向节、传动轴总成、玻璃升降器等，专注于汽车零部件后北美市场，在北美传动轴市场中份额领先。
浙江欧迪恩传动科技股份有限公司	创立于 1987 年，近年来公司由汽车后市场转向整车配套市场。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

**2023年以来原材料价格有所下行，2024年有望继续呈现区间波动态势，零部件厂商成本端压力有望得到一定程度缓解；2023年以来人民币对主要国家或地区货币有所贬值，有助于提升出口商外销利润空间**

机械零部件出口供应商的利润水平易受原材料价格和人民币汇率波动的影响。钢材和铝锭是机械零部件材料中最主要的构成部分，2023年以来，国内钢价持续区间波动，但随着政府专项债继续发力、央行基建类项目资本和专项再贷款等结构性政策工具支持，基建投资预计将保持低速增长，对钢材需求形成主要支撑；地产方面，预期修复周期较长，短期用钢需求难以改善；制造业方面，随着营商环境改善、下游消费刺激政策发力，我国制造业增速有望有所恢复，一定程度支撑用钢需求，因此2024年我国钢材价格预计将保持平稳，继续呈现区间波动态势。此外，对于出口供应商而言，2023年以来人民币对主要货币美元、欧元等有所贬值，亦有助于提升其利润空间。

**图 7 大宗原材料价格持续波动（单位：元/吨）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 8 人民币对美元、欧元汇率走势（单位：元）**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

跟踪期内公司仍主要从事汽车后市场底盘系统零部件业务，主要客户包括欧洲、北美等地区的大

型汽配零售商；公司营收和销售毛利率均小幅增长，传动轴总成和轮毂轴承等核心产品保持增长，橡胶减振、转角模块等产品仍通过外采获取，有助于丰富公司产品供应结构，提升客户粘性

2023年公司主营业务未发生变更，仍以汽车底盘系统零部件的研发、生产和销售为主要业务，为国内外汽车售后市场提供适配的底盘系统零部件和相关技术服务。2023年公司受益于欧洲客户需求稳中有增，北美新客户开拓顺利，国内汽车平均车龄增长，汽车后市场持续发展等因素，主营业务收入同比增长7.76%至31.65亿元。

毛利率方面，钢材和铝锭等原材料价格相较于2022年从高位回落，国际航运价格亦回落至合理区间，2023年公司销售毛利率同比上升4.04个百分点，2024年一季度亦保持在较好水平。

**表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
传动轴总成	3.06	40.69%	29.76%	12.09	38.20%	30.38%	10.15	34.55%	25.87%
等速万向节	1.14	15.16%	23.70%	5.33	16.84%	24.39%	5.65	19.24%	19.88%
轮毂轴承单元	1.34	17.82%	26.02%	5.19	16.40%	26.75%	4.64	15.80%	22.67%
橡胶减震系列	0.64	8.51%	25.29%	3.16	9.98%	26.56%	3.72	12.67%	22.72%
转角模块	0.61	8.11%	21.78%	3.02	9.54%	23.13%	2.71	9.23%	21.81%
其他产品	0.73	9.71%	21.42%	2.86	9.04%	23.03%	2.50	8.53%	20.73%
<b>合计</b>	<b>7.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.34%</b>	<b>31.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.04%</b>	<b>29.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司的全球智慧供应链方案布局已逐步成熟，在“全球卖”的基础上实现“全球买”来丰富产品结构，满足客户一站式采购需求；公司成立合资公司开拓半固态储能电池的生产制造和销售业务，未来项目建成达产后有望成为新的营收增长点

跟踪期内，公司五大主要产品仍实现对全球主流车型的基本覆盖，其中，等速万向节型号数量超过4,000种、传动轴总成型号数量超过5,000种、轮毂单元型号数量超过3,000种。公司营销网络覆盖120多个国家和地区，产品销售区域在全球六大洲均有分布，下游客户包括AutoZone Parts, Inc.（以下简称“AutoZone”）、LLC LN Distribution（以下简称“LLC”）等国外汽车修配龙头企业和大型汽车零部件分销商。2023年公司的全球智慧供应链方案布局已逐步成熟，冠盛欧洲流通加工中心和冠盛墨西哥仓储中心在投入使用后为业绩增长做出了贡献，在“全球卖”的基础上以个别海外制造优势产品为切入点，实现“全球买”，通过部分产品外采来丰富产品供应结构，满足客户的一站式采购需求。

技术方面，公司汽车零部件产品的技术特点仍为具备较强的多品种小批量柔性生产能力，有助于公司在同一生产线上完成不同型号零部件产品的生产，以满足客户型号多样但起订量偏低的采购需求。

2023年公司与吉林省东驰新能源科技有限公司（以下简称“东驰新能源”）签订战略合作协议，双方计划共同成立合资公司，以一代准固态动力电池、半固态储能电池的生产制造、销售出口为主营业务。

公司投入建设运营资金，以货币出资3.5亿元，占股70%；东驰新能源投入核心技术，以无形资产评估作价出资1.5亿元，占股30%。截至2024年5月，项目厂房正在建设中，待项目建成达产后，有望成为公司新的营收增长点。

**2023年公司订单增量仍主要来自海外成熟汽车售后市场，其中欧洲区域占比较高，来自北美的订单增长较快，整体客户集中度不高，销售区域分散，有助于公司分散经营风险；仍需关注国际贸易政策、汇率波动等因素对公司经营的影响**

公司仍主要采用经销模式对汽车后市场的零部件进行销售；另有少量产品在整车配套市场采用直销模式进行销售，2023年其占公司营收的0.97%。经销模式下，公司仍通过ODM（贴牌）方式和OBM（自有品牌）方式实现销售，两种方式主要取决于客户选择，一般地处发达国家、经营时间较长的大客户会选用ODM方式。近年，随着公司销售渠道扩充和收入规模扩大，全球消费者对公司品牌认可度有所提升，2023年OBM销售占经销收入的比重提升至44.72%。

由于公司订单普遍具有产品型号繁杂、小批量、差异大的特征，公司持续提升生产线的柔性化生产能力，可根据不同订单或同一订单不同产品型号的交货要求组织生产。公司产品生产周期仍约在40-50天，销售周期约在40-70天。付款方式仍以电汇为主，结算方式以美元和欧元为主，账期通常在30-60天，均有信保做风险背书。

从产销量来看，由于公司产品大多有销售订单支撑，备货亦以高保有量的成熟车型为主，存货滞销风险不大，2023年公司主要产品产销率仍处于较好水平，产品平均单价整体平稳。

**表4 公司主要产品销售情况**

产品类别	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
传动轴总成	销量（万个）	127.25	519.09	453.89
	单价（元/个）	240.66	232.94	223.56
	产销率	111.27%	99.10%	94.95%
等速万向节	销量（万个）	167.20	787.41	843.95
	单价（元/个）	67.86	67.71	66.97
	产销率	104.03%	105.61%	101.26%
轮毂轴承单元	销量（万个）	112.59	454.90	402.67
	单价（元/个）	119.26	114.09	115.27
	产销率	104.28%	96.92%	104.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司合作客户仍以海外地区的汽车零部件零售商、批发商和生产商为主。以销售金额的口径看，公司主要客户包括美国汽车零部件零售商AutoZone、俄罗斯批发商LLC和土耳其贸易商Atak Tasit Yedekli San等，区域分布较广。得益于公司产品的供货能力和广泛的渠道销售网络，公司与核心客户的合作关系较为稳定。整体来看，公司下游行业的竞争格局较为分散，且公司销售区域覆盖面广，客户集中度不

高，2023年公司总营收保持增长，短期内即使核心客户需求出现变化，公司经营受单个客户变动的影响相对较小。

**表5 公司前五大客户情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售金额	占比
2024年1-3月	AUTO ZONE	9,593.10	12.75%
	俄罗斯 LLC 《LN Distribution》	5,698.98	7.58%
	土耳其 ATAK TASIT YEDEKLERI SAN VE TICARET A.S.	3,815.43	5.07%
	Advance Auto Parts Inc.	1,758.98	2.34%
	德国 Schaeffler Automotive Aftermarket GmbH & Co. KG	1,545.75	2.05%
	<b>合计</b>	<b>22,412.24</b>	<b>29.79%</b>
2023年	AUTO ZONE	27,049.81	8.55%
	俄罗斯 LLC 《LN Distribution》	17,242.29	5.45%
	土耳其 ATAK TASIT YEDEKLERI SAN VE TICARET A.S.	14,760.32	4.66%
	温州市轻工工艺进出口有限公司	9,222.12	2.91%
	俄罗斯 Zekkert Co.,Ltd	7,615.33	2.41%
	<b>合计</b>	<b>75,889.87</b>	<b>23.98%</b>
2022年	第一大客户	26,647.66	9.07%
	第二大客户	18,217.32	6.20%
	第三大客户	9,848.80	3.35%
	第四大客户	8,322.22	2.83%
	第五大客户	7,134.74	2.43%
<b>合计</b>	<b>70,170.73</b>	<b>23.89%</b>	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司近90%的销售收入来自外销，以欧洲和北美等成熟汽车后市场为主。公司发运模式包括FOB模式、CIF模式和境外子公司发运，其中CIF模式和境外子公司发运均需由公司承担运费，2023年以来国际航运价格回归合理区间，有助于公司控制成本。

2022年人民币兑美元及人民币对欧元汇率波动幅度均较大，需关注汇率对公司利润水平的影响。2024年5月14日，美国发布对华加征301关税四年期复审结果，公司的传动轴产品加征关税获得排除豁免权已被取消，公司同客户有相关约定，关税上涨后报价相应上涨，已经获得绝大多数客户的同意，且公司2023年在马来西亚设立东南亚供应链中心来应对政策变化的影响，但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，仍需关注其对公司产品出口可能造成的影响。

**表6 公司主营业务收入区域分布情况（单位：万元）**

区域	2024年1-3月	2023年	2022年
----	-----------	-------	-------

	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
欧洲	29,642.09	39.40%	28.19%	128,744.53	40.67%	29.44%	119,087.55	40.55%	25.47%
北美	20,203.26	26.86%	31.61%	64,087.04	20.25%	33.05%	49,651.17	16.91%	29.00%
亚非澳	13,213.50	17.56%	20.15%	63,346.92	20.01%	21.73%	56,348.69	19.19%	18.05%
南美	5,587.36	7.43%	20.37%	26,597.13	8.40%	21.71%	41,712.66	14.20%	18.87%
境内	6,583.31	8.75%	19.31%	33,758.37	10.67%	20.60%	26,899.41	9.16%	17.72%
<b>合计</b>	<b>75,229.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.34%</b>	<b>316,533.99</b>	<b>100.00%</b>	<b>27.04%</b>	<b>293,699.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2023年公司原材料中仍有一定规模的大宗商品，且主要供应商集中度不高，短缺风险较低，需关注价格波动对公司成本控制的影响**

从成本构成来看，2023年公司直接材料占产品成本的比例超过80%，占比很高，主要原材料包括橡胶件、球笼半成品和钢材等。其中，钢材为大宗商品，采购价格随行就市，按季度调整，公司采用先款后货的付款方式，一般以30%货款作为订金，提货时结清全款。针对部分非核心生产环节，包括球笼半成品、球笼毛坯、轮毂半成品等，公司仍采用采购外协加工的方式，主要系公司产能有限，为确保供货及时，将一些相对低技术含量的零部件进行外协加工。外协加工以直接采购外协件为主，另有少部分为采购外协加工服务，结算方式以汇票和现汇为主，账期为3-6个月。

2023年公司采购总额同比上年小幅增长，整体来看公司各采购材料的占比波动不大，橡胶件仍为公司采购额占比最高的原材料，主要系橡胶减震、悬架和减振器等产品均主要来自外采。考虑到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。

**表7 公司采购主要原材料情况（单位：万元）**

原材料	2024年 1-3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
橡胶件	4,027.73	8.15%	20,732.05	10.86%	23,770.27	12.83%
球笼半成品	5,447.98	11.03%	19,657.33	10.30%	21,578.77	11.65%
钢材	4,191.23	8.49%	19,202.66	10.06%	17,187.75	9.28%
包材	3,649.31	7.39%	14,701.17	7.70%	15,210.20	8.21%
球笼毛坯	5,121.35	10.37%	14,601.09	7.65%	16,051.94	8.67%
轮毂半成品	3,425.38	6.93%	13,112.69	6.87%	9,899.16	5.34%
其他	23,535.06	47.64%	88,887.39	46.56%	81,512.97	44.01%
<b>合计</b>	<b>49,398.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>190,894.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>185,211.05</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年至2024年一季度公司上游主要供应商变化不大，保持稳定，且近年合计采购金额占采购总额的比重均位于20%-30%之间，集中度不高。此外，公司在供应商委托过程中，同类产品均有多家厂商备选，便于质量控制，亦避免对单一供应商形成依赖。整体来看，公司缺货风险较低。

**表8 公司前五大供应商情况（单位：万元）**

年份	供应商名称	采购原材料	采购金额	占采购总额比例
2024年 1-3月	南京新德森汽车零部件制造有限公司	球笼半成品、球笼毛坯	2,658.02	5.38%
	玉环聚丰汽车零部件制造有限公司	球笼半成品	2,640.05	5.34%
	江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司	钢材	2,534.36	5.13%
	玉环津力汽车配件有限公司	其他	2,010.38	4.07%
	TREUS OTOMOTIV İTHALAT İHRACAT SANA	其他	1,686.28	3.41%
	<b>合计</b>	-	<b>11,529.09</b>	<b>23.34%</b>
2023年	玉环津力汽车配件有限公司	其他	9,828.87	5.18%
	南京新德森汽车零部件制造有限公司	球笼半成品、球笼毛坯	9,422.28	4.97%
	玉环聚丰汽车零部件制造有限公司	球笼半成品	9,218.22	4.86%
	江苏沙钢集团淮钢特钢股份有限公司	钢材	7,723.36	4.07%
	浙江红箭橡塑股份有限公司	橡胶件	5,833.66	3.07%
	<b>合计</b>	-	<b>42,026.40</b>	<b>22.15%</b>
2022年	第一大供应商	球笼半成品、球笼毛坯	9,202.98	4.97%
	第二大供应商	橡胶件	9,196.82	4.97%
	第三大供应商	球笼半成品	9,156.44	4.94%
	第四大供应商	其他	8,079.80	4.36%
	第五大供应商	钢材	6,219.88	3.36%
	<b>合计</b>	-	<b>41,855.91</b>	<b>22.60%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司产能小幅提升，产能利用率处于合理水平；公司在建项目仍需较大规模的资金投入，且拟启动半固态电池建设项目，公司存在较大的资金支出压力；未来新增产能亦较大，且拟进入新的行业领域，需关注客户开拓情况及各项目投产后的产能消化情况

2023年公司通过购置机加工设备、改善工厂生产布局，主要产品传动轴总成和轮毂轴承单元的产能小幅提升。随着订单增加，上述核心产品的产能利用率亦有所提升。2023年公司更为注重传动轴总成的整体销售，而等速万向节作为其组成部分，产销量及产能利用率均有所下滑。2023年至2024年一季度，公司主要产品传动轴总成和轮毂轴承单元的产能利用率位于89%-95%之间，等速万向节略低，整体处于合理水平。

**表9 公司主要产品产能利用情况（单位：万个）**

产品类别	项目	2024年 1-3月	2023年	2022年
传动轴总成	产量	114.36	523.78	478.02
	产能	122.00	560.00	530.00
	产能利用率	93.74%	93.53%	90.19%
等速万向节	产量	160.73	745.59	833.48

	产能	218.00	1,000.50	1,000.50
	产能利用率	73.73%	74.52%	83.31%
	产量	107.97	469.36	383.61
轮毂轴承单元	产能	114.00	524.00	470.00
	产能利用率	94.71%	89.57%	81.62%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司产能扩张节奏较快，2020年公司IPO上市后，募集资金用于年产240万套轿车用传动轴总成建设项目、年产150万只精密轮毂轴承单元智能化生产线技术改造项目等，2023年上述项目已逐步投产，分别实现销售收入4.43亿元和1.38亿元。

2023年公司发行可转债，计划新建汽车零部件检测实验中心项目和OEM智能工厂。其中，OEM智能工厂主要提供产品为各种型号的配套汽车传动轴，达产后预计可提供总产量300万支汽车传动轴。2023年公司未对上述项目进行资金投入，主要系大型主机厂审核流程多、周期长，客户评审进度不及预期。为防止募集资金过早投入造成利用率不高，出于谨慎性考虑公司未立即开展OEM智能工厂项目建设。汽车零部件实验中心主要承担地盘系统相关联的多产品线检测工作，但温州公司办公场所面积较小，公司近年业务规模增长较快，办公空间不足的问题越发凸显，且不利于集团货物协同运输，影响物流效率，综合以上因素公司考虑增加项目实施主体和实施地点后再投入建设，需关注的是，2023年公司可转债募投项目未新增投入，其项目建设投入和完工时间均不及预期。

另需关注的是，2023年公司与东驰新能源签订战略合作协议，成立合资公司，以一代准固态动力电池、半固态储能电池的生产制造、销售出口为主营业务。根据公开信息显示，公司拟投资10.3亿元用于该项目。

整体来看，公司生产基地主要位于南京冠盛汽配有限公司、公司总部和浙江嘉盛汽车部件制造有限公司，截至2023年末，公司在建项目计划总投9.03亿元，其中募集资金可覆盖8.64亿元，整体尚需投资5.73亿元，且另有拟投资10.3亿元的固态动力电池和半固态储能电池生产制造项目，公司仍有一定的资本性支出需求，面临一定资金支出压力。

**表10 截至2023年末公司在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	募集资金承诺投资额	已投资	尚需投资
年产240万套轿车用传动轴总成建设项目*	16,190.00	16,190.00	14,291.27	1,898.73
年产150万只精密轮毂轴承单元智能化生产线技术改造项目*	9,860.00	9,860.00	7,101.31	2,758.69
全球营销网络建设项目*	10,071.43	9,885.00	8,317.51	1,753.92
企业信息化综合平台建设项目*	5,296.00	5,296.00	3,256.68	2,039.32
年产300万支配套用汽车传动轴智能工厂项目**	32,631.00	29,064.00	0.00	32,631.00
公司汽车零部件检测实验中心**	16,262.00	16,101.00	0.00	16,262.00

合计	90,310.43	86,396.00	32,966.77	57,343.66
----	-----------	-----------	-----------	-----------

注：\*为公司首次公开发行股票募投项目，\*\*为本期债券募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内公司存货周转天数小幅下滑，整体周转天数与公司以外销为主的收入结构较为匹配，存货积压风险不大。受新开拓北美客户账期偏长影响，公司应收账款周转天数增幅明显，在此带动下公司净营业周期亦有所增加。

**表11 2022-2023年公司营运效率情况（单位：天）**

营运能力	2023年	2022年
存货周转天数	91.55	98.67
应收账款周转天数	74.66	59.85
净营业周期	85.02	73.83

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

## 六、财务分析

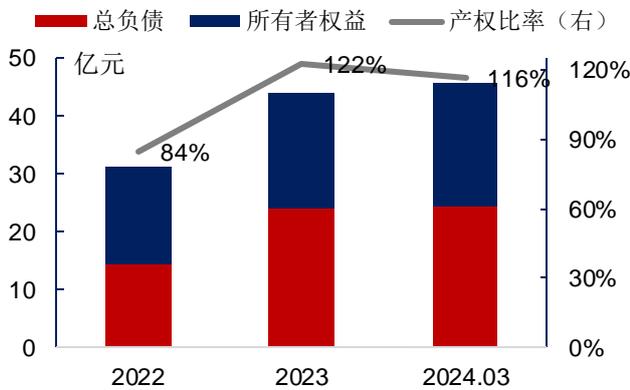
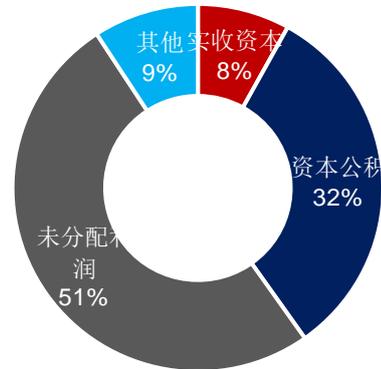
### 财务分析基础说明

以下分析基于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2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司购入南京冠鑫新能源科技有限公司100%股权、新设温州行仁贸易有限公司、GAA AUTOMOTIVE TECHNOLOGY SDN.BHD.并纳入合并报表范围。截至2023年末，公司纳入合并报表范围的子公司合计14家，详见附录四。

### 资本实力与资产质量

2023年随着募集资金到账和营收增加，公司总资产规模有所增长；公司扩产进度有所放缓，现金类资产较为充裕，应收账款和存货规模较大，但回收风险可控，积压风险不大，整体资产流动性较好

2023年至2024年3月末，公司经营效益留存推动未分配利润增长，以及可转债发行确认权益部分，所有者权益有所增长，但同时公司债务亦随着转债募集资金到账和应收票据贴现而大幅增长，综合影响下产权比率走高，公司净资产对负债的保障程度一般。

**图 9 公司资本结构**

**图 10 2024 年 3 月末公司所有者权益构成**


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

资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

2023 年以来，随着公司“冠盛转债”募集资金到账和营收规模增加带来的日常营运资金增长，截至 2024 年 3 月末，公司总资产规模达 45.63 亿元，较 2022 年末增长 45.37%。

公司资产主要由现金类资产、应收款项、存货和厂房机器设备组成。公司现金类资产较为充裕，截至 2023 年末合计金额达 19.38 亿元，占总资产比重达 44.19%，其中受限资金 0.89 亿元，受限比例很低。

公司应收账款主要为应收客户的货款，2023 年受新开拓的北美客户账期偏长影响，账面价值同比增长 44.84%。截至 2023 年末，公司应收账款账龄基本在 6 个月以内，前五大应收对象合计金额 2.10 亿元，占当期总额的 25.15%，与公司客户集中度相符。虽然公司客户群体分布较广，数量较多，应收对象繁杂，但公司应收账款均有信保做风险背书，整体回收风险相对可控。公司存货主要为库存商品和原材料，为加快供货速度，公司会对主流车型零部件进行备货，2023 年规模小幅下降，但整体变化不大。此外，为应对贸易摩擦可能带来的加征税款风险，公司在冠盛北美亦有一定备货。考虑到公司存货大多有订单对应，汽车后市场需求相对较为稳定，备货部分均对应主流车型零配件，整体而言滞销风险不大。公司固定资产主要为生产使用的厂房和设备，2023 年随着部分在建产能转固，规模有所增加。截至 2023 年末，公司固定资产暂无抵押情况。

其他资产方面，随着公司在建项目逐步投入，2023 年在建工程账面价值有所增长，无形资产仍主要为土地使用权。

整体来看，2023 年公司放缓扩产进度，现金类资产占比有所增加。应收账款账龄基本在 6 个月以内，必要时可通过保理或质押回笼资金；存货大多有订单对应，积压风险不大。公司资产流动性较好。

**表 12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024 年 3 月		2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	14.09	30.89%	12.04	27.45%	6.29	20.05%
交易性金融资产	5.07	11.10%	7.25	16.53%	3.97	12.66%
应收账款	7.71	16.89%	7.80	17.79%	5.39	17.17%

应收款项融资	0.79	1.74%	0.52	1.18%	0.51	1.61%
存货	6.05	13.27%	5.59	12.75%	6.22	19.82%
<b>流动资产合计</b>	<b>35.24</b>	<b>77.23%</b>	<b>34.37</b>	<b>78.37%</b>	<b>23.50</b>	<b>74.88%</b>
固定资产	5.36	11.74%	4.77	10.87%	4.10	13.07%
在建工程	1.80	3.94%	1.44	3.28%	0.74	2.35%
无形资产	1.42	3.10%	1.45	3.31%	1.32	4.21%
<b>非流动资产合计</b>	<b>10.39</b>	<b>22.77%</b>	<b>9.49</b>	<b>21.63%</b>	<b>7.88</b>	<b>25.12%</b>
<b>资产总计</b>	<b>45.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>43.86</b>	<b>100.00%</b>	<b>31.39</b>	<b>100.00%</b>

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

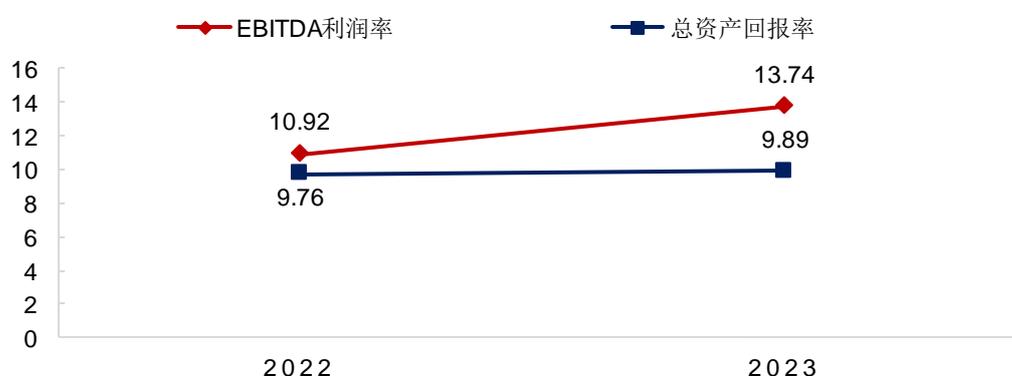
## 盈利能力

2023年随着原材料价格回落、国际航运价格处于合理区间及主要外币兑人民币增值，公司利润水平有所提升；公司营业收入仍主要来自海外市场，需关注国际贸易政策、汇率波动和地缘政治冲突对公司盈利的影响

2023年公司主营业务收入同比增长7.76%，其中近90%的收入来自海外市场。2023年全球主要国家的汽车保有量和平均车龄稳中有增，公司对单一客户和单个区域的依赖度不高，通过其遍布120个国家和地区的营销网络，整体仍实现营收增长。但需关注的是公司海外客户以美元和欧元结算为主，人民币汇率波动易对公司盈利能力造成一定扰动。此外，公司曾在2021年1月1日-2021年10月11日期间被美国海关加征25%关税，近年地缘政治冲突加剧，国际贸易政策变动频繁，其亦可能给公司经营和盈利能力带来不利影响。

利润水平方面，2023年公司销售毛利率和EBITDA利润率均有所增长，盈利能力增强，主要系原材料价格有所回落，国际航运价格处于合理区间，以及美元和欧元兑人民币增值，公司成本控制压力有所缓解。2023年随着公司利润总额上升，公司总资产回报率亦小幅增长。

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

2023年公司发行转债和贴现应收票据，总债务规模大幅上升，杠杆水平有所增加，考虑到公司拟进入的固态动力电池和半固态储能电池业务领域，投入规模大且以自有资金为主，公司面临一定的偿债压力

2023年公司贴现应收票据致短期借款大幅上升；发行“冠盛转债”致应付债券大幅上升，综合影响下，截至2024年3月末公司负债总额达24.51亿元，较2022年末增长70.63%。同期总债务规模增至16.58亿元，公司非流动负债大幅增加，但仍以流动负债为主。

经营性负债方面，2023年公司短期借款主要来自应收票据贴现，规模大幅增长。公司应付票据和应付账款均为购买材料、设备物资、基建工程和接受劳务供应的款项，2023年随着公司经营规模增长亦有小幅增加，两者合计占公司债务的比重为44.75%，结算周期通常为2-4个月，基本由最近季度采购形成。

非流动负债方面，主要来自“冠盛转债”形成的应付债券、长期信用借款、预计负债和租赁负债。预计负债为预计反倾销关税和预计质量补偿费，其中质量补偿费用主要发生在美国市场，公司以销售额为基础计提准备金，整体规模均不大。

整体来看，公司2023年债务规模有所扩张，杠杆水平有所增加。此外，公司拟进入新业务领域，固态动力电池和半固态储能电池建设项目拟投入规模大，且以自有资金为主，若后期市场开拓不及预期或新增产能无法有效释放，公司将面临一定的偿债压力。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.66	18.99%	4.38	18.15%	0.98	6.86%
应付票据	6.26	25.56%	5.08	21.04%	5.11	35.55%
应付账款	5.09	20.76%	5.72	23.71%	4.76	33.11%
一年内到期的非流动负债	0.13	0.55%	0.18	0.75%	0.18	1.28%
<b>流动负债合计</b>	<b>17.87</b>	<b>72.90%</b>	<b>17.34</b>	<b>71.86%</b>	<b>13.06</b>	<b>90.90%</b>
长期借款	1.01	4.11%	0.50	2.07%	0.00	0.00%
应付债券	4.16	16.97%	4.64	19.23%	0.00	0.00%
租赁负债	0.36	1.45%	0.47	1.95%	0.56	3.90%
预计负债	0.40	1.62%	0.37	1.54%	0.37	2.55%
<b>非流动负债合计</b>	<b>6.64</b>	<b>27.10%</b>	<b>6.79</b>	<b>28.14%</b>	<b>1.31</b>	<b>9.10%</b>
<b>负债合计</b>	<b>24.51</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.13</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.36</b>	<b>100.00%</b>
总债务	16.58	67.63%	15.25	63.19%	6.84	47.60%
其中：短期债务	11.05	45.10%	9.64	39.95%	6.28	43.69%
长期债务	5.52	22.53%	5.61	23.25%	0.56	3.90%

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

2023年公司经营活动收现情况表现尚可，商品销售回款和税费返还均给公司带来一定现金流入。随着公司营收规模增长，2023年FFO亦有提升，可用于偿付债务的现金流有所增加。此外，公司净债务为负，盈余现金对公司债务的覆盖程度较好。

2023年公司资产负债率同比增加9.24个百分点至55.01%，杠杆水平有所上升。2023年公司利润有所提升，但债务规模亦大幅上升，EBITDA利息保障倍数有所下滑，但其对利息的保障程度仍较好。整体来看，公司主营业务获现能力尚可，盈余现金相对债务较为充裕，整体现金流表现尚可。

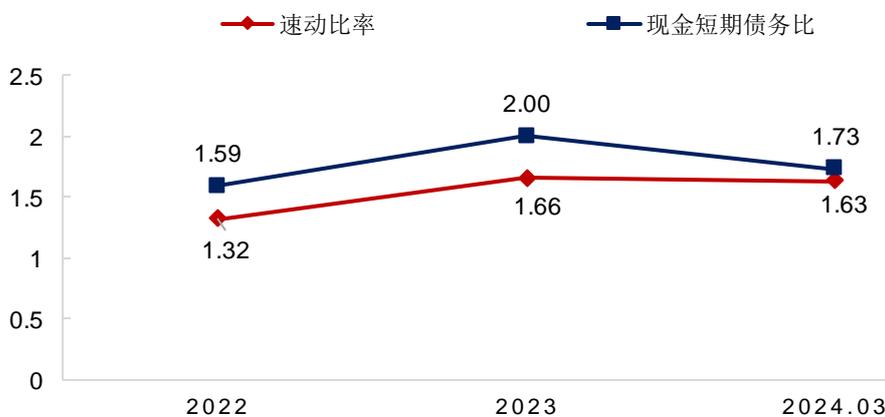
**表14 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	-1.54	3.34	3.80
FFO（亿元）	--	3.60	2.61
资产负债率	53.72%	55.01%	45.77%
净债务/EBITDA	--	-0.74	-0.74
EBITDA 利息保障倍数	--	12.30	84.66
总债务/总资本	43.98%	43.59%	28.66%
FFO/净债务	--	-111.79%	-109.83%
经营活动现金流净额/净债务	64.47%	-103.81%	-159.56%
自由现金流/净债务	114.21%	-31.98%	-67.55%

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

流动性表现方面，2023 年公司短期债务大幅上升，但现金类资产规模增加更多，速动比率和现金短期债务比均有所增加，可变现资产和现金类资产对短期债务的保障程度较好。此外，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为通畅，资产受限比例不高，截至 2023 年末尚有银行授信额度约 17.23 亿元，融资渠道和融资弹性均较好。整体而言，公司虽债务规模有所增加，但偿债风险可控。

**图 12 公司流动性比率情况**



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

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，跟踪期内，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

#### 环境因素

根据公开信息查询（截至 2024 年 6 月 21 日）和公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织结构设置说明》（截至 2024 年 5 月 17 日）（以下简称“说明”），过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

#### 社会因素

根据说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。公司未因违规经营、产品质量与安全、员工保障健康与安全等方面受到政府处罚或媒体报道。

#### 公司治理

目前公司战略规划较为清晰，根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司公司章程》，建立了现代法人治理结构，能够对公司子公司进行有效治理和控制。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

公司实控人周家儒先生、多数董事和高管在公司共事多年，行业经验较为丰富，管理团队较为稳定。经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。截至2024年3月末，公司组织架构图如附录三所示。

#### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月20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，从2021年1月1日至查询日（2024年6月21日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、结论

公司主要专注于海内外汽车后市场，其市场容量与汽车保有量和平均车龄密切相关。其中，海外汽车后市场较为成熟，市场规模稳中有增，且相较于国内用户倾向于在汽车4S店购买专业化的维修和保养，欧美消费者在零配件销售门店购买替换件更为常见，与公司主要供货海外汽配连锁店的模式相适应。另

一方面，国内汽车产销量近年持续上升，汽车保有量扩大、平均车龄提升有望拉动国内汽车后市场发展，具有较大的增长潜力，公司所处市场具有发展空间。

从经营竞争力来看，公司主要从事底盘传动系统零部件的研发、生产和销售，为国内外汽车售后市场提供适配的传动系统零部件和相关技术服务。公司业务覆盖六大洲多个主要国家，核心客户为当地具备实力的汽车零配件零售商、批发商等，客户资质较好，但公司海外客户占比很高，需关注汇率波动、贸易政策和地缘政治冲突对公司经营的影响。2023年公司营收规模和销售毛利率均有所增长，仍保有竞争优势。公司应收账款和存货规模较大，对营运资金有一定占用，但回收风险和积压风险均相对可控。从偿债能力来看，公司总债务规模大幅增长，资产负债率亦有所上升，但现金类资产较为充裕，主营业务获现能力尚可，偿付压力不大。综合来看，公司具备一定的抗风险能力。

综上，中证鹏元评定温州市冠盛汽车零部件集团股份有限公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

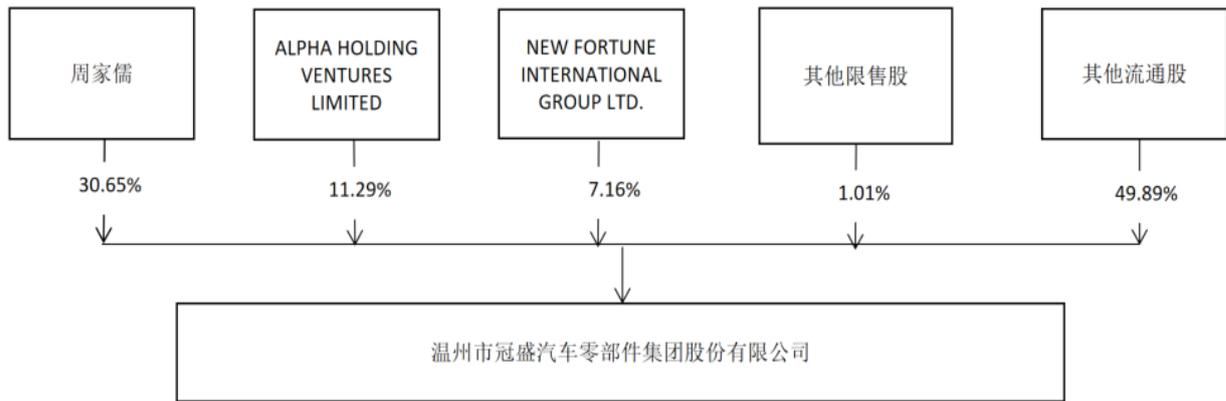
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	14.09	12.04	6.29	6.22
交易性金融资产	5.07	7.25	3.97	2.35
应收账款	7.71	7.80	5.39	4.39
存货	6.05	5.59	6.22	6.20
流动资产合计	35.24	34.37	23.50	20.69
固定资产	5.36	4.77	4.10	3.17
在建工程	1.80	1.44	0.74	0.27
无形资产	1.42	1.45	1.32	0.52
非流动资产合计	10.39	9.49	7.88	5.56
资产总计	45.63	43.86	31.39	26.25
短期借款	4.66	4.38	0.98	0.00
应付票据	6.26	5.08	5.11	2.54
应付账款	5.09	5.72	4.76	5.90
一年内到期的非流动负债	0.13	0.18	0.18	0.18
流动负债合计	17.87	17.34	13.06	10.40
长期借款	1.01	0.50	0.00	0.00
应付债券	4.16	4.64	0.00	0.00
非流动负债合计	6.64	6.79	1.31	1.06
负债合计	24.51	24.13	14.36	11.46
总债务	16.58	15.25	6.84	3.17
其中：短期债务	11.05	9.64	6.28	2.72
所有者权益	21.12	19.73	17.02	14.79
营业收入	7.53	31.80	29.41	24.87
营业利润	0.75	3.37	2.78	1.31
净利润	0.66	2.84	2.38	1.17
经营活动产生的现金流量净额	-1.54	3.34	3.80	0.37
投资活动产生的现金流量净额	1.05	-5.56	-3.96	-0.11
筹资活动产生的现金流量净额	2.47	8.05	0.22	-0.34
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	--	4.37	3.21	2.01
FFO（亿元）	--	3.60	2.61	1.77
净债务（亿元）	-2.39	-3.22	-2.38	-4.47
销售毛利率	26.39%	26.97%	22.97%	20.16%
EBITDA 利润率	--	13.74%	10.92%	8.07%
总资产回报率	--	9.89%	9.76%	5.59%
资产负债率	53.72%	55.01%	45.77%	43.66%

净债务/EBITDA	--	-0.74	-0.74	-2.23
EBITDA 利息保障倍数	--	12.30	84.66	71.98
总债务/总资本	43.98%	43.59%	28.66%	17.63%
FFO/净债务	--	-111.79%	-109.83%	-39.62%
经营活动现金流净额/净债务	64.47%	-103.81%	-159.56%	-8.25%
自由现金流/净债务	114.21%	-31.98%	-67.55%	15.60%
速动比率	1.63	1.66	1.32	1.39
现金短期债务比	1.73	2.00	1.59	3.06

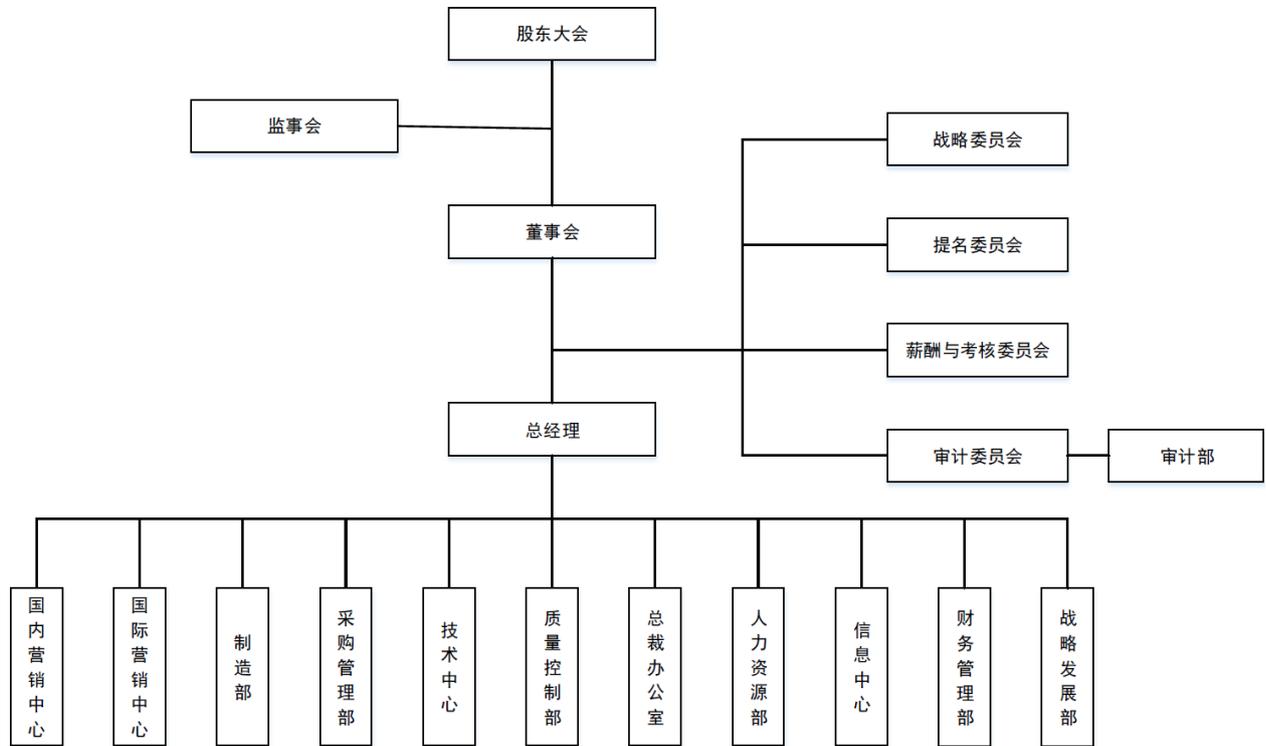
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 截至 2023 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
南京冠盛汽配有限公司	36,050.00	100.00%	汽车零配件销售
浙江嘉盛汽车部件制造有限公司	1,000.00 万美元	100.00%	汽车零配件销售
杭州冠盛君有道供应链管理有限 公司	100.00	100.00%	汽车零配件销售
温州冠盛科技有限公司	3,000.00	100.00%	汽车零配件销售
GSP North America Co.,Inc	820 万美元	100.00%	汽车零配件销售
GSP AUTOMOTIVE MALAYSIA SDN. BHD.	250 万林吉特	100.00%	汽车零配件销售
GSP Europe GmbH	100 万欧元	100.00%	汽车零配件销售
GSP AUTOPARTS MEXICO S.DE.R.L.	1009 万比索	100.00%	汽车零配件销售
上海宜兄宜弟商贸有限责任公司	100.00	100.00%	汽车零配件销售
嘉兴市知仁勇贸易有限责任公司	100.00	100.00%	汽车零配件销售
WHC AMERICA TRADING INC.	10 万美元	100.00%	汽车零配件销售
南京冠鑫新能源科技有限公司	667.00	100.00%	发电、输电、供电业务
温州行仁贸易有限公司	100.00	100.00%	汽车零配件销售
GAA AUTOMOTIVE TECHNOLOGYSDN. BHD.	500 万林吉特	100.00%	汽车零配件销售

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

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

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

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、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。

### 二、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。

### 三、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。

### 四、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。