

# 苏州上声电子股份有限公司相关 债券 2025 年跟踪评级报告

中鹏信评【2025】跟踪第【264】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。

## 苏州上声电子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	A+	A+
评级展望	稳定	稳定
上声转债	A+	A+

### 评级观点

- 本次等级的评定是考虑到：苏州上声电子股份有限公司（以下简称“公司”或“上声电子”，股票代码 688533.SH）为国内领先的汽车声学产品制造商。跟踪期内，我国汽车销量保持增长，公司部分核心客户车型放量，带动公司营业收入持续提升，且公司整体客户资质保持较优，未来业务发展仍具备一定保障。同时中证鹏元也关注到，公司目前仍处于无控股股东及无实控人状态；下游客户集中度较高，车企降本影响下，公司盈利有所承压；资产负债率仍较高，外销占比仍较大，仍存在一定债务压力并面临贸易政策、汇率波动、国际海运以及合肥基地产能消化风险等风险因素。

### 评级日期

2025年6月20日

### 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2025.3	2024	2023	2022
总资产	32.12	33.30	28.84	22.35
归母所有者权益	16.29	15.91	13.01	11.01
总债务	9.82	9.71	9.37	6.13
营业收入	6.36	27.76	23.26	17.69
净利润	0.26	2.34	1.59	0.87
经营活动现金流净额	-0.78	3.32	2.37	-0.35
净债务/EBITDA	--	0.92	1.20	0.22
EBITDA 利息保障倍数	--	11.18	10.48	10.97
总债务/总资本	37.51%	37.77%	41.80%	35.73%
FFO/净债务	--	63.40%	51.19%	263.00%
EBITDA 利润率	--	14.14%	12.69%	8.03%
总资产回报率	--	10.03%	8.09%	5.56%
速动比率	1.46	1.37	1.47	1.29
现金短期债务比	1.43	1.56	1.81	1.34
销售毛利率	20.62%	25.13%	25.48%	20.29%
资产负债率	49.05%	51.95%	54.76%	50.64%

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：葛庭婷  
gett@cspengyuan.com

项目组成员：顾盛阳  
gushy@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 正面

- **下游应用领域汽车销量持续增长，对公司产品市场需求形成有效支撑。**公司为国内领先的汽车声学产品制造商，2024年我国汽车销量创历史新高，且2025年一季度汽车行业表现持续向好，全国汽车销量同比增长11.2%。受益于行业需求增长，2024年及2025年一季度公司营业收入分别同比增长19.32%和6.40%。
- **下游客户资质保持较优，未来业务发展仍具备一定保障。**公司客户仍以大型汽车集团及其零部件供应商、主流新能源造车新势力、电声品牌商为主，2024年核心新势力客户D和H车型放量，大幅加大对公司产品采购额，有效带动公司业绩增长。考虑到汽车整车厂商实行严格的供应商资格认证制度，公司与客户签订项目定点合同，2025年3月末在手订单<sup>1</sup>相较2024年末维持增长，未来业务发展仍具备一定的保障。

## 关注

- **仍处于无控股股东及无实控人状态。**2024年6月，股东苏州市相城区元和街道集体资产经营公司（以下简称“元和资产”）和苏州市相城区无线电元件一厂有限公司（以下简称“元件一厂”）一致行动关系自然解除，苏州上声投资管理有限公司（以下简称“上声投资”）被动成为公司第一大股东。截至2025年3月末，上声投资、南京同泰创业投资合伙企业(有限合伙)（以下简称“同泰创业”）、元和资产、元件一厂分别持有公司股份25.42%、18.42%、17.80%和11.67%，任一单一股东及关联方均无法通过持股比例对公司股东大会决议或董事会决策形成控制，公司仍处于无控股股东及无实际控制人状态。
- **客户集中度较高，且市场竞争较为激烈，公司盈利易受下游车企降本不利影响。**2024年公司前五大客户销售金额占主营业务比重合计为47.09%，核心客户采购政策变化对公司业绩影响较大。国内车企价格战持续，车载声学产品市场竞争亦较为激烈，年降等政策致使公司核心产品车载扬声器毛利率持续下滑。
- **产品外销占比较大，仍需对贸易政策、汇率波动、国际海运等风险进行关注。**2024年，公司主营业务中境外收入占比为35.48%，美洲和欧洲仍是公司重要的海外市场，需关注国际贸易政策变化及汇率波动对公司经营的影响。此外，国际海运价格波动亦对公司出口业务盈利造成不利影响。
- **关注合肥基地产线认证进展及新增产能消化风险。**本期债券募投项目所在地合肥基地已于2024年末竣工，新增产能正在逐步进行客户产线认证。项目完全达产后，将在现有年产能11,131.31万只车载扬声器、车载功放及AVAS基础上，新增合计2,070万套汽车声学产品，扩产规模较大。若下游市场景气度下滑导致的产品需求下滑或公司后期市场开发不及预期，新增产能将存在无法及时消化的风险。
- **资产负债率仍较高，仍存在一定债务压力。**截至2025年3月末，公司总债务规模增至9.82亿元，资产负债率为49.05%。近年公司扩产投入较大，自由现金流对净债务覆盖较弱。且公司正筹备发行不超过3.30亿元（含）可转换债券，成功发行后，公司财务杠杆将进一步抬升。

## 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领先的汽车声学产品制造商，客户资质仍较优，未来经营将保持相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元、天）

<sup>1</sup> 公司客户的下单主要包括两种，一是指定订单，即客户向公司下达订单，约定具体的产品、数量、交期；二是滚动订单，客户每周更新订单需求，订单需求涵盖客户未来数月的需求计划，最长可达6个月。公司根据未来两个月的客户预测订单制定生产计划，在手订单根据未来两个月的发货情况换算成成本进行统计（下同）。

指标	国光电器	漫步者	上声电子	惠威科技
总资产	94.84	35.33	33.30	4.72
营业收入	79.01	29.43	27.76	2.71
净利润	2.54	4.97	2.34	0.10
销售毛利率	13.35%	40.35%	25.13%	30.65%
资产负债率	54.87%	18.95%	51.95%	16.84%
期间费用率	10.17%	21.17%	15.03%	23.71%
净营业周期	51.41	31.50	93.84	111.71

注：（1）国光电器为国光电器股份有限公司的简称、漫步者为深圳市漫步者科技股份有限公司的简称、惠威科技为广东惠威电声科技股份有限公司的简称；（2）以上各指标均为2024年（末）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	7/9
	行业&经营风险状况	4/7		杠杆状况	6/9
	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		7/9
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>a+</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>A+</b>

注：（1）各指标得分越高，表示表现越好；（2）公司扩产规模较大，若下游市场景气度下滑导致的产品需求下滑或公司后期市场开发不及预期，新增产能将存在无法及时消化的风险。

## 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
上声转债	5.20	4.68	2024-06-21	2029-7-6

## 一、 债券募集资金使用情况

本期转债募集资金用于汽车音响系统及电子产品项目并补充流动资金。截至2025年5月末，上声转债募集资金已全部使用完毕，专项账户均已销户。

## 二、 发行主体概况

股权结构方面，2024年6月，由于股东元和资产将其持有的元件一厂100%的股权转授予苏州相高新产业投资有限公司（以下简称“相高新产投”），且相高新产投与元和资产不存在关联关系，因此元件一厂本次变更股东将导致元和资产和元件一厂的一致行动关系自然解除。一致行动关系解除后，元和资产和元件一厂在上声电子的持股情况将分别单独计算，上声投资被动成为公司第一大股东。截至2025年3月末，上声投资、同泰创业、元和资产和元件一厂分别持股25.42%、18.42%、17.80%和11.67%，公司股权结构详见附录二。公司目前仍处于无控股股东及无实控人状态。

股本方面，2024年11月，公司完成了2023年限制性股票激励计划首次授予部分第一个归属期归属股份登记，叠加可转债转股影响，截至2025年3月末，公司实收资本增至1.63亿元，无股权质押情形。公司尚未完成注册资本变更工商登记，注册资本仍为1.60亿元。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍主要从事汽车声学产品的研发设计、生产和销售。2024年公司前期设立的墨西哥子公司Mexico Sonavox Technology Co. S. de R. L. de C. V实缴出资。截至2025年3月末，合并范围子公司增至16家，详见附录三。公司董事会人员变动情况见附录四，其中陈立虎、方世南、秦霞因任期届满而离任，张宝娟因个人原因离职，原董事戈晓华为元和资产委派董事，因元和资产人事安排，由杨凯继任。

## 三、 运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2025年一季度经济实现良好开局，结构分化；外部冲击下宏观政策将更加积极有为，加大力度扩内需，推动经济平稳向上、结构向优**

2025年一季度经济实现良好开局，实际GDP同比增长5.4%，高于2024年全年及2024年一季度同期水平。一揽子存量政策和增量政策持续发力、靠前发力，效果逐步显现。生产需求继续恢复，结构有所分化，工业生产和服务业较快增长，“抢出口”效应加速释放，制造业投资延续高景气，基建投资保持韧性，消费超预期增长，房地产投资低位探底。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险有所下降，国际收支状况良好，市场活力信心增强。二季度外部形势严峻复杂，关税政策和大国博弈下出口和失业率或面临压力。国内新旧动能转换，经济的活

力和动力仍待进一步增强。宏观政策更加积极，加快推动一揽子存量政策和增量政策落实，进一步扩内需尤其是提振消费，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，以高质量发展的确定性应对各种不确定性。二季度货币政策继续维持适度宽松，保持流动性充裕，推动通胀温和回升，继续稳定股市楼市，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。财政政策持续用力、更加给力，财政刺激有望加码，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时推进财税体制改革。加大地产收储力度，进一步防风险和保交房，持续用力推动房地产市场止跌回稳。科技创新、新质生产力领域要因地制宜推动，持续增强经济新动能。面对外部冲击，我国将以更大力度促进消费、扩大内需、做强国内大循环，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性，预计全年经济总量再上新台阶，结构进一步优化。

[详见《关税博弈，坚定做好自己的事情——2025年二季度宏观经济展望》。](#)

## 行业环境

### 汽车声学产品

汽车声学产品市场空间仍将随着汽车电动化和智能化发展而扩容。当前汽车声学产品市场参与者较多，头部主机厂供应商将迎来发展机会，具备出海能力的配套供应商亦将迎来全球化发展空间，但需关注整车市场“价格战”对汽车声学企业形成的利润挤压以及海外市场面临的贸易政策风险

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%，全年销量更创历史新高。其中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%。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提升，亦给汽车市场带来较大推动力。2025年一季度我国汽车行业表现持续向好，全国汽车销量同比增长11.2%。长期来看，截至2024年末，我国千人汽车保有量持续上升至251辆，与美国837辆、韩国472辆等全球主要国家相比，仍有一定提升空间，将对汽车零部件行业市场需求形成有效支撑。汽车音响系统由音源、功放、扬声器三部分组成，三者效果共同决定了整套音响的音效质量。以往普通传统燃油车型车载扬声器配置数量一般在4-8个，而新能源车型车载扬声器配置数量普遍在8-12个，部分车型扬声器数量达20个以上。按中端汽车音响的价格2,000元/辆测算，2024年我国汽车音响前装市场规模在628.72亿元。

汽车音响生产可分为品牌音响和白牌音响两类。品牌音响存在较强的技术和客户粘性壁垒，目前该市场几乎被国外知名音响品牌垄断，代表企业包括：哈曼卡顿、丹拿、B&O、B&W宝华伟健、BOSE等。白牌音响价格相对较低，代表企业包括：上声电子、普瑞姆、丰达电机、吉林航盛、先锋电子等。车载功放和AVAS主要参与者主要包括汽车电子企业及具有汽车声学业务布局的电声企业，国产化率较低，ASK及哈曼卡顿等企业仍有较大话语权。整体来看，汽车声学市场当前参与者较多，竞争仍较为激烈。

随着汽车“新四化”发展，主机厂加大产业链垂直整合力度，部分整车厂商寻求绕过部分一级供应

商，同二级供应商联合开发零部件。2019-2022 年特斯拉及比亚迪产业链表现突出，2023 年理想汽车产业链受益明显，2024 年华为产业链实现规模快速增长，同主流新能源汽车主机厂制造体系合作较为密切的汽车声学产品制造商有望迎来较好发展机会。并且随着上述整车企业在全球市场中不断提升市占率，具备出海能力的配套供应商亦迎来全球化发展空间，但近年为维护本土产业利益，美国大幅上调对华关税，欧盟亦对中国新能源汽车发起“双反”调查，需持续关注海外市场面临的贸易政策风险。

此外需注意，整车市场历经多轮“价格战”，汽车零部件厂商存在成本转移压力。近年全市场各类车型销售价格连年下降。按照行业惯例，供应商每年向车企提供 3%-5% 的降幅，但近年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。大型零部件厂商具备规模优势，通过技术降本的空间更大，承受能力更强，而小型厂商则反之。

图 1 2024 年我国汽车销量稳中有增

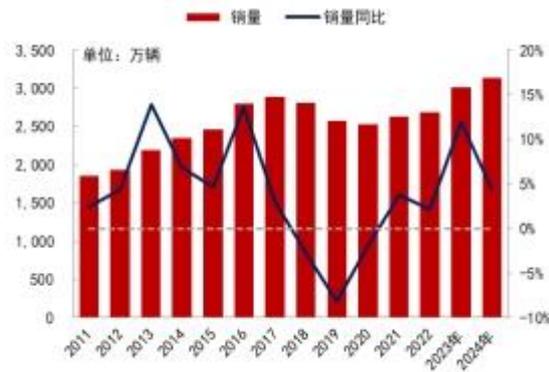


图 2 2024 年汽车零配件出口保持增长



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：中国海关总署，中证鹏元整理

**2024 年钢材和磁材价格波动下行，有利于车载扬声器制造厂商原材料成本管控。但国际航运价格波动较大，若未来国际航运价格攀升，车载扬声器厂商出口业务盈利仍将承压**

车载扬声器的主要原材料包括磁钢、前片及后片、音圈、纸盆、盆架等。其中前片和后片的主要材质为低碳钢，盆架多为塑料制品。2024 年前三季度，国内钢材价格以下跌为主，9 月钢价探底后，受政策刺激和出动向带动，钢价短暂反弹。但因需求萎缩和库存压力，2024 年四季度至今钢价表现仍延续下行趋势。磁材方面，2024 年我国稀土材料价格呈现“先跌后稳”震荡格局，全年价格相较于 2023 年有所回落。钢材和磁材价格回落有利于车载扬声器制造厂商原材料成本管控。

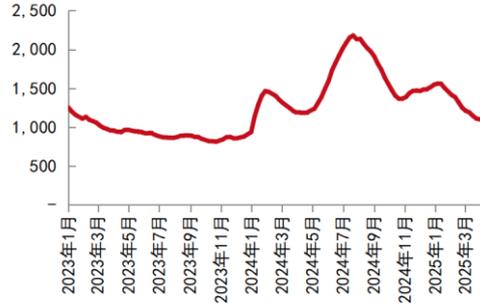
部分国内汽车扬声器制造厂商涉及出口业务。受红海危机绕行、欧美补库存需求及地缘政治扰动影响，2024 年 1-8 月国际海运价格强势冲高。9 月起因新船交付量激增等因素影响，海运价格快速回落。四季度传统旺季叠加中美关税政策调整前的集中出货，推动 2024 年年末运价温和回升。综合来看，2024 年全年运价中枢较 2023 年显著上移。2025 年一季度，中国出口集装箱运价指数（综合指数）呈现下行趋势，但相较于 2023 年全年均值仍较高。汽车声学产品制造商作为原材料及海运价格接受者，未来若磁钢或海运价格上涨，仍将给企业带来一定的成本控制压力。

图 3 钢材价格和金属钕价格走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 中国出口集装箱运价指数（综合指数）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、 经营与竞争

受益于新能源汽车消费场景景气度延续及部分核心客户车型销售放量支撑，公司经营规模持续扩大。2024年营业收入同比增长19.32%，虽较2023年增速（31.52%）有所下滑，但仍处于较高水平。细分产品类别来看，车载扬声器仍是公司核心收入来源，2024年营收增长10.84%；功放产品实现快速发展，营收规模及占比均呈现明显提升；AVAS产品亦实现一定增长，但当前收入规模仍相对较小。2025年1-3月，公司营业收入延续增长态势，但增速放缓至6.4%。

毛利率方面，2024年受下游客户降本需求影响，公司产品售价有所承压，车载扬声器毛利率有所下滑<sup>2</sup>，而功放及AVAS产品规模效应提升，在固定资产折旧摊薄等因素影响下，产品毛利率提升较为明显。2024年功放及AVAS产品收入增长及盈利改善带动公司整体毛利率提升。本期转债募投项目所在合肥基地已于2024年末竣工，2025年1-3月，合肥基地尚处于初期产能爬坡阶段，其固定资产折旧对公司盈利形成拖累，叠加年降因素，公司毛利率下滑明显。

表1 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
车载扬声器	20.50	73.84%	25.34%	18.49	79.49%	28.08%
功放	5.34	19.23%	24.65%	3.61	15.52%	15.59%
AVAS	1.21	4.35%	24.83%	0.86	3.70%	16.25%
其他业务	0.72	2.58%	23.30%	0.30	1.29%	11.01%
合计	27.76	100.00%	25.13%	23.26	100.00%	25.48%

注：2024年12月6日，财政部发布了《企业会计准则解释第18号》（财会[2024]24号）（以下简称“新准则”），公司自2024年1月1日起执行该新准则。新准则影响公司营业成本及销售费用科目，进而影响上表中毛利率指标计算。上表所

<sup>2</sup> 若按照新准则对2023年车载扬声器成本进行追溯调整，2024年车载扬声器毛利率较调整后2023年毛利率亦有所下滑。

列 2023 年毛利率为原准则规定下营业成本计算所得毛利率，若按新准则进行追溯调整，营业成本将调增 0.25 亿元，调整后 2023 年公司销售毛利率为 24.43%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

跟踪期内，公司产品价格持续承压，并且某核心客户引入多供应商后，对公司采购额大幅下降。但受益于其他新能源客户车型放量，公司营收仍快速增长，需持续关注公司在手订单及对客户新车型项目定点获取情况。此外，公司境外收入仍较大，仍需对国际海运情况、贸易政策及汇率波动风险进行关注

公司产品仍面向车载前装市场，主要客户仍为大型汽车集团及其零部件供应商、主流新能源造车新势力、电声品牌商等。跟踪期内，公司前五大客户较为稳定，前五大客户合计收入占比接近50%，客户集中度仍较高。2024年前五大客户中，新势力客户D及客户F相关车型放量因此加大车载声学产品采购量。客户A和B为全球大型汽车集团，客户E为主流电声品牌商。整体来看，2024年公司营业收入增长主要来源于新能源车企客户订单增加，与整体行业趋势相一致。

但需注意，2024年新势力客户C对公司采购额有所下降，主要系客户C在销量提升后，引入多供应商所致。由于汽车整车厂实行严格的供应商资格认证制度，公司基于与客户签订的项目定点合同进行产品开发与生产，需持续关注公司对客户新车型项目定点获取情况。2025年3月末公司在手订单相较2024年末维持增长，未来业务发展仍具备一定的保障。

**表2 公司前五大客户销售金额及占比情况（单位：万元）**

年度	客户名称	销售金额	占主营业务收入比重
2025年1-3月	客户A	8,188.74	12.99%
	客户B	5,905.29	9.37%
	客户C	5,848.17	9.28%
	客户D	5,445.11	8.67%
	客户E	4,294.32	6.81%
	<b>合计</b>	<b>29,681.63</b>	<b>47.12%</b>
2024年	客户D	33,412.91	12.36%
	客户F	25,698.16	9.50%
	客户A	25,223.13	9.33%
	客户C	22,435.42	8.30%
	客户E	20,565.15	7.60%
	<b>合计</b>	<b>127,334.78</b>	<b>47.09%</b>
2023年	客户C	36,271.77	15.80%
	客户D	25,182.53	10.97%
	客户B	24,198.48	10.54%
	客户A	23,306.92	10.15%
	客户E	21,089.11	9.18%
	<b>合计</b>	<b>130,048.82</b>	<b>56.63%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售市场来看，受益于国内新能源客户生产提速，2024年公司内销收入实现较快增长。公司境外市场仍主要集中在欧洲和美洲，由于欧美汽车市场相对饱和，公司外销收入规模相对平稳。但受捷克工厂用工成本增加及海运价格中枢上移等因素影响，境外业务毛利率下滑较为明显。并且需注意，公司外销收入占比仍较大，2024年欧盟对部分我国电动汽车实施最高45.3%的惩罚性关税，2025年4月，美国一度对华汽车及零部件实施高达145%的叠加关税。尽管当前中美贸易战有所缓和，但关税政策变动对公司产品海外市场竞争力影响较大，若未来关税政策进一步加码，公司境外业务将受到不利影响。此外，由于部分产品以美元、欧元等外币结算，公司的汇兑损益由2023年汇兑收益1,707.72万元变为2024年度汇兑损失1,032.52万元，汇率波动对业务盈利产生不利影响。2024年公司产销情况保持较好，但车企价格战持续，且车载声学产品市场竞争仍激烈，车载扬声器和车载功放产品均价有所下滑。

**表3 公司主营业务收入分地区情况（单位：亿元）**

项目	2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
境内	17.45	64.52%	25.51%	13.91	60.59%	23.82%
境外	9.59	35.48%	24.58%	9.05	39.41%	28.52%

注：2024年对美国的销售收入占比为12.37%。

资料来源：公司2023-2024年年度报告，中证鹏元整理

**表4 产销及产品均价情况（单位：万只，元/只）**

产品类别	项目	2024年	2023年
车载扬声器	产量	9,159.35	8,120.91
	销量	9,270.09	7,907.43
	产销率	<b>101.21%</b>	<b>97.37%</b>
	均价	22.11	23.39
车载功放	产量	76.36	40.46
	销量	72.10	42.42
	产销率	<b>94.42%</b>	<b>104.83%</b>
	均价	740.48	850.68
AVAS	产量	274.90	176.85
	销量	251.90	184.66
	产销率	<b>91.63%</b>	<b>104.42%</b>
	均价	47.93	46.67

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产品研发方面，跟踪期内，公司围绕汽车声学产品持续加强研发创新，在原获得ASIC芯片基础上，成功开发纯数字音响配套的另两款芯片<sup>3</sup>，持续巩固从硬件、软件，音响产品、电子产品到算法的全链路自研能力。2024年公司新获中国境内外专利共37个，研发费用进一步增加。

<sup>3</sup> 该技术尚处于研发展示阶段，尚未形成规模收入。

**表5 公司研发投入情况（单位：亿元）**

指标名称	2024年	2023年
研发费用	1.65	1.49
研发费用占营业收入的比例	5.95%	6.41%

资料来源：公司 2023-2024 年审计报告，中证鹏元整理

随着IPO募投项目产能爬坡，2024年公司车载扬声器产能受限有所缓解，但车载功放和AVAS产能利用仍较为饱和。合肥基地已于2024年末竣工，公司产能有望进一步提升，但若后续产线认证及市场开拓不及预期，固定资产折旧或将持续侵蚀公司盈利

公司在中国、捷克、墨西哥和巴西均设有生产基地。跟踪期内，国内产地在本部苏州基础上新增合肥基地，建设项目主要为本期转债募投项目汽车音响系统及电子产品项目。合肥基地于2024年末竣工，截至2024年末累计已投资4.74亿元（含本期转债募集资金4.21亿元）。其设计产能为年产1,200万套低音扬声器，600万套中音扬声器，90万套低音炮，180万套汽车电子产品。合肥基地投入使用后，公司扬声器产品产能分布大致如下表所示，功放及AVAS产能主要位于苏州基地。

**表6 公司扬声器产能分布**

项目	苏州	合肥	捷克	墨西哥	巴西
产能	约 70%	约 18%	约 4%	约 4%	约 4%

资料来源：公司通过，中证鹏元整理

公司IPO募投项目扩产扬声器项目、扩产汽车电子项目于2023年完工，随着上述项目2024年投入使用公司三大产品产能均有所提升。2024年车载扬声器产能受限有所缓解，但车载功放和AVAS产能利用仍较为饱和。公司合肥基地目前正在逐步进行客户产线认证，公司产能有望进一步提升，但若后续下游市场景气度下滑或公司市场开拓不及预期，固定资产折旧或将持续侵蚀公司盈利。

**表7 产能利用情况（单位：万只/年）**

产品类别	项目	2024年	2023年
车载扬声器	产能	10,784.00	8,000.00
	产能利用率	84.93%	101.51%
车载功放	产能	78.82	45.00
	产能利用率	96.88%	89.92%
AVAS	产能	268.49	200.00
	产能利用率	102.39%	88.43%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司另有储备建设项目扬声器智能制造技术升级项目及车载数字音视频技术产业化项目。2025年5月公司董事会、监事会会议审议通过了关于公司向不特定对象发行可转换公司债券的相关议案，公司拟发行不超过3.30亿元（含）可转换债券（以下简称“二期转债”）用于上述储备项目建设并补充流动资金。其中扬声器智能制造技术升级项目将针对公司苏州总部生产基地部分老旧产线进行技术升级。车载数字音视频技术产业化项目将引进先进的研发设备，进行流媒体后视镜新型液晶显示材料、AI功放系统与数

字扬声器 ASIC 芯片等产品和技术的研发。截至2025年5月末，上述储备项目固定资产投资备案及环境影响评价等审批手续尚在办理中，二期转债工作尚在筹备中。若未来上述储备项目完成建设审批手续后实质性推进，其建设资金有赖于二期转债成功发行，并存在1.15亿元建设资金缺口需由自有资金满足，公司将面临一定资本支持压力。

**表8 近年扩产及拟扩产项目情况（单位：亿元）**

项目名称	预计总投资	累计已投资	拟使用募集资金	累计投入募集资金	完工时间	资金来源
汽车音响系统及电子产品项目	5.54	4.74	4.20	4.21	2024年	可转债募集资金和自有资金
扩产扬声器项目	1.30	1.10	1.30	1.10	2023年	IPO 募集资金
扩产汽车电子项目	0.80	0.82	0.80	0.82	2023年	IPO 募集资金
<b>已完工项目合计</b>	<b>7.64</b>	<b>6.66</b>	<b>6.30</b>	<b>6.13</b>	-	
扬声器智能制造技术升级项目	3.74	-	2.60	-	-	拟发行转债募集资金和自有资金
车载数字音视频技术产业化项目	0.21	-	0.20	-	-	拟发行转债募集资金和自有资金
<b>储备项目合计</b>	<b>3.95</b>	-	<b>2.80</b>	-	-	

资料来源：公司通过，中证鹏元整理

跟踪期内，受益于钢、磁材价格下行及批量采购等措施，电子元器件及磁钢采购价格有所回落，有利于公司成本管控。但需注意2025年起部分客户票据支付比例增加，下游账期有所拉长

随着功放及AVAS业务规模扩大，2024年公司加大电子元器件采购量，因采购批量加大等因素，电子元器件采购价格有所回落。而受益于钢材和磁材价格中枢下移，公司磁钢采购价格延续2023年回落趋势。但需注意，公司主营业务成本中直接材料占比在75%左右，原材料价格波动仍是影响产品毛利率的重要因素。若未来基础原材料价格上涨，仍将对公司经营业绩造成不利影响。原材料采购方面，公司与主要供应商签订框架协议，货物价格、数量、交货时间等具体事项根据订单确认。2024年公司前五大供应商较为稳定，合计采购金额占比为27.11%，供应商仍较为分散。

**表9 主要原材料采购情况（单位：万元、元/件、元/KG）**

年度	材料名称	采购金额	采购单价
2024年	电子元器件	36,786.09	0.53
	磁钢	24,670.18	2.13
	音圈	12,534.36	1.24
	前片及后片	10,223.31	0.68
	<b>合计</b>	<b>84,213.94</b>	-
2023年	电子元器件	24,319.81	0.69
	磁钢	21,673.81	2.41
	音圈	10,765.31	1.16
	前片及后片	8,313.15	0.67
	<b>合计</b>	<b>65,072.08</b>	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

信用政策上，公司一般仍给予客户60-90天账期，通过现金或是汇票方式结算，2024年公司应收账款周转天数相对稳定，营运资金管理能力和行业平均水平。其他声学产品上市公司中，国光电器、漫步者、惠威科技主要产品应用于消费电子或公共广播等领域，汽车音响业务规模较小，故与公司净营业周期相差较大。但需注意2025年一季度，部分新势力客户票据支付比例增加，货款账期有所延长，而存货周转亦有所减慢，整体净营业周期加长。

**表10 公司营运效率相关指标（单位：天）**

项目	2025年1-3月末	2024年	2023年
应收账款周转天数	112.04	101.80	103.18
存货周转天数	72.57	62.62	67.37
应付账款周转天数	71.34	70.58	74.07
净营业周期	113.27	93.84	96.48

资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 五、 财务分析

### 财务分析基础说明

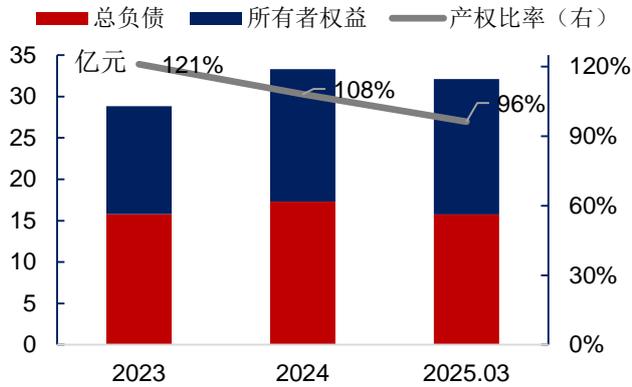
以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023-2024年审计报告以及2025年1-3月未经审计财务报表。

公司业务收现维持较好，但应收货款仍对营运资金形成一定占用。2025年一季度起年降政策及合肥工厂折旧对盈利形成一定侵蚀，后续需持续关注合肥基地产能爬坡情况。公司财务杠杆较高，持续扩产情形下，自由现金流对净债务覆盖较弱，仍存在一定债务压力

### 资本实力与资产质量

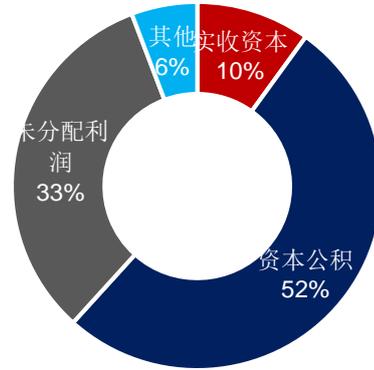
2024年公司销售规模进一步扩大，由于多采用赊销方式销售，应收账款账面金额相应增加，仍对公司营运资金形成一定占用。截至2024年末，公司应收账款中8.73亿元账龄在1年以内（含坏账准备），坏账准备为0.77亿元，应收账款前五名账款余额合计占比为35.67%。应收账款账龄期限仍较短，主要客户历史信誉较好，坏账风险较低。但需注意，应收账款中1.50亿元（折算为人民币金额）以外币结算，主要为美元、欧元和雷亚尔，汇率波动仍将对外币货币性资产价值造成一定影响。公司存货规模亦有所增加，截至2024年末，在手订单对存货覆盖率达107.95%，产成品销售仍具有一定保障。非流动资产方面，随着公司合肥工厂等工程项目竣工投用，2024年5.89亿元在建工程转为固定资产，其他非流动资产中预付设备及工程款相应结转。同期末，除0.11亿元货币资金外，公司其余资产均未受限。截至2025年3月末，由于偿还部分采购款，资产规模有所减小。

图5 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6 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

表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

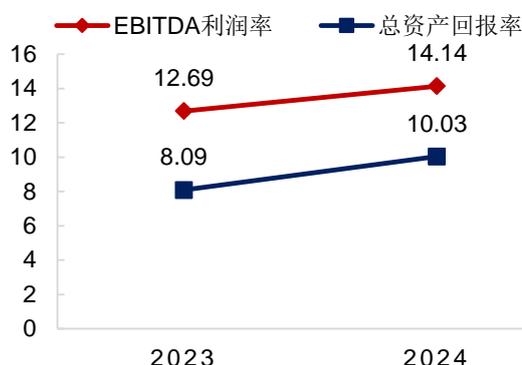
项目	2025 年 3 月		2024 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.94	12.26%	5.32	15.97%	4.72	16.37%
应收账款	7.51	23.38%	8.33	25.00%	7.37	25.56%
应收款项融资	1.78	5.54%	0.78	2.36%	1.14	3.94%
存货	4.00	12.46%	4.14	12.43%	3.09	10.72%
<b>流动资产合计</b>	<b>18.92</b>	<b>58.89%</b>	<b>20.45</b>	<b>61.39%</b>	<b>17.53</b>	<b>60.79%</b>
固定资产	10.38	32.32%	10.42	31.30%	5.33	18.47%
在建工程	1.09	3.39%	0.89	2.66%	3.45	11.97%
其他非流动资产	0.29	0.89%	0.18	0.55%	1.53	5.32%
<b>非流动资产合计</b>	<b>13.21</b>	<b>41.11%</b>	<b>12.86</b>	<b>38.61%</b>	<b>11.31</b>	<b>39.21%</b>
<b>资产总计</b>	<b>32.12</b>	<b>100.00%</b>	<b>33.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>28.84</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

2024年，尽管下游车企价格战持续，公司产品价格承压，但得益于部分原材料价格下行及规模效应等因素，公司整体毛利率维持稳定。同期，公司销售、管理、研发期间费用率合计值同比下降，规模效应推动EBITDA利润率上升。2024年公司收入规模维持高速增长，IPO募投项目产能逐渐释放，叠加0.54亿元政府补助，总资产回报率亦呈现明显提升。但需注意，2025年一季度，合肥基地仍在推进客户产线认证，资产折旧对公司盈利形成拖累，且客户实行新一轮年降政策，公司盈利有所承压。

图7 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

2023年本期转债发行后，公司总债务规模较为稳定，银行融资及转债融资仍为当前债务主要构成。但随着部分长期银行借款临近到期，短期债务压力加大。经营性债务中，随着公司经营规模扩大及设备安装投产，应付货款、设备及建筑款以及劳务派遣费用等日常运营款相应增加。

表12 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	3.05	19.35%	3.05	17.63%	3.27	20.72%
应付账款	3.47	22.05%	4.53	26.19%	3.62	22.92%
其他应付款	1.46	9.28%	1.52	8.81%	0.92	5.85%
一年内到期的非流动负债	1.32	8.40%	1.31	7.59%	0.27	1.69%
<b>流动负债合计</b>	<b>10.23</b>	<b>64.96%</b>	<b>11.88</b>	<b>68.69%</b>	<b>9.82</b>	<b>62.21%</b>
长期借款	0.77	4.90%	0.77	4.46%	1.01	6.38%
应付债券	4.48	28.44%	4.44	25.65%	4.73	29.98%
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.52</b>	<b>35.04%</b>	<b>5.42</b>	<b>31.31%</b>	<b>5.97</b>	<b>37.79%</b>
<b>负债合计</b>	<b>15.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>17.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>15.79</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务</b>	<b>9.82</b>	<b>62.36%</b>	<b>9.71</b>	<b>56.14%</b>	<b>9.37</b>	<b>59.34%</b>
其中：短期债务	4.37	44.50%	4.36	44.92%	3.54	37.77%
长期债务	5.45	55.50%	5.35	55.08%	5.83	62.23%

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

2023-2025年一季度，公司收现比分别为0.96、1.00和0.99，业务收现维持较好。但2025年一季度，采购额加大等因素影响下，经营活动现金流转为净流出。随着经营规模扩大及合肥工厂建设竣工，2024年公司自由现金流回正。储备扩产项目建设资金有赖于二期转债成功发行，并存在一定的自有建设资金缺口，若未来正式开工建设，公司仍将面临一定资本支出压力。公司资产负债率维持较高，但整体债务融

资成本较低，EBITDA对利息偿付仍形成较高保障。

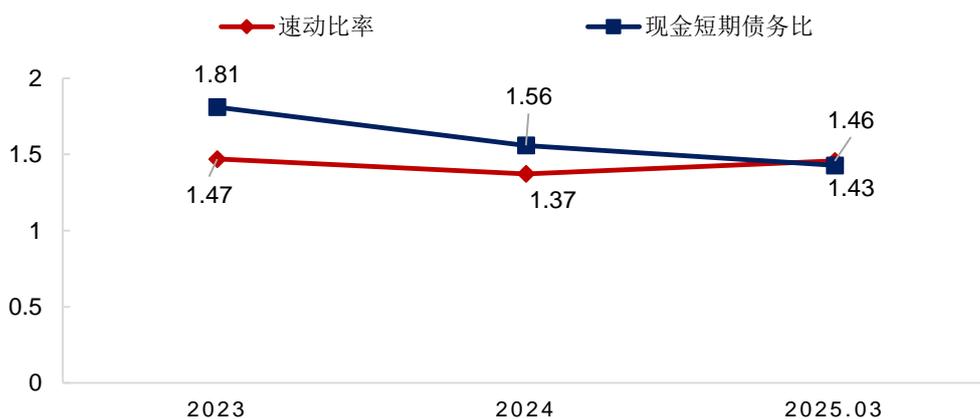
表13 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2025年3月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.78	3.32	2.37
FFO（亿元）	--	2.28	1.82
资产负债率	49.05%	51.95%	54.76%
净债务/EBITDA	--	0.92	1.20
EBITDA 利息保障倍数	--	11.18	10.48
总债务/总资本	37.51%	37.77%	41.80%
FFO/净债务	--	63.40%	51.19%
经营活动现金流净额/净债务	-20.69%	92.28%	66.91%
自由现金流/净债务	-36.90%	17.30%	-100.98%

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

随着部分长期银行借款临近到期，公司短期债务规模加大，现金短期债务比指标虽有弱化，但现金类资产对短期债务覆盖仍较高。截至2024年末，公司未使用银行授信余额为5.09亿元。自2024年1月起，本期转债已进入转股期间，截至2025年3月末，仍有4.68万元转债尚未转股，未来若可转债持续转股，一定程度上将减轻公司偿付压力。但需注意，2025年5月公司董事会通过关于发行不超过3.30亿元（含）可转换债券用于扬声器智能制造技术升级项目、车载数字音视频技术产业化项目及补充流动资金的预案，若二期转债发行成功，公司财务杠杆将进一步抬升。

图8 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5月8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5月29日），中证鹏元未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

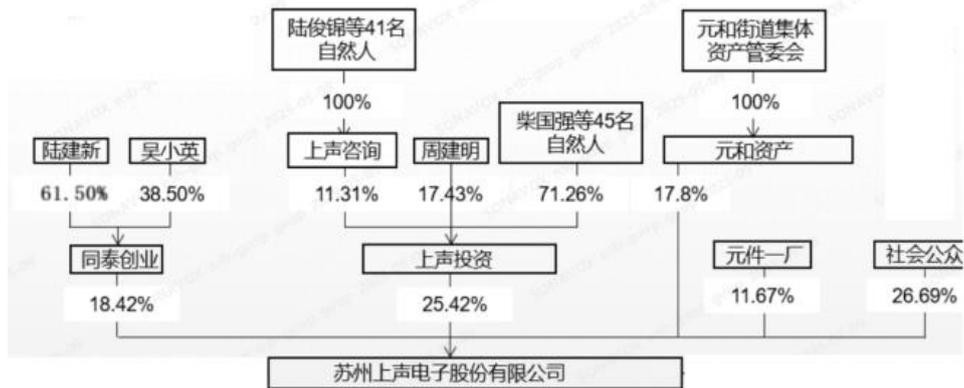
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年3月	2024年	2023年	2022年
货币资金	3.94	5.32	4.72	5.44
应收账款	7.51	8.33	7.37	5.96
存货	4.00	4.14	3.09	3.40
流动资产合计	18.92	20.45	17.53	16.11
固定资产	10.38	10.42	5.33	3.30
非流动资产合计	13.21	12.86	11.31	6.24
资产总计	32.12	33.30	28.84	22.35
短期借款	3.05	3.05	3.27	4.34
应付账款	3.47	4.53	3.62	3.51
一年内到期的非流动负债	1.32	1.31	0.27	0.22
流动负债合计	10.23	11.88	9.82	9.84
长期借款	0.77	0.77	1.01	1.38
应付债券	4.48	4.44	4.73	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	5.52	5.42	5.97	1.48
负债合计	15.76	17.30	15.79	11.32
总债务	9.82	9.71	9.37	6.13
其中：短期债务	4.37	4.36	3.54	4.68
长期债务	5.45	5.35	5.83	1.45
所有者权益	16.37	16.00	13.05	11.03
营业收入	6.36	27.76	23.26	17.69
营业利润	0.30	2.83	1.86	0.97
净利润	0.26	2.34	1.59	0.87
经营活动产生的现金流量净额	-0.78	3.32	2.37	-0.35
投资活动产生的现金流量净额	-0.56	-2.70	-6.40	-0.53
筹资活动产生的现金流量净额	-0.07	0.05	3.18	2.87
财务指标	2025年3月	2024年	2023年	2022年
EBITDA（亿元）	--	3.92	2.95	1.42
FFO（亿元）	--	2.28	1.82	0.83
净债务（亿元）	3.75	3.60	3.55	0.31
销售毛利率	20.62%	25.13%	25.48%	20.29%
EBITDA 利润率	--	14.14%	12.69%	8.03%
总资产回报率	--	10.03%	8.09%	5.56%
资产负债率	49.05%	51.95%	54.76%	50.64%
净债务/EBITDA	--	0.92	1.20	0.22
EBITDA 利息保障倍数	--	11.18	10.48	10.97

总债务/总资本	37.51%	37.77%	41.80%	35.73%
FFO/净债务	--	63.40%	51.19%	263.00%
经营活动现金流净额/净债务	-20.69%	92.28%	66.91%	-111.22%
速动比率	1.46	1.37	1.47	1.29
现金短期债务比	1.43	1.56	1.81	1.34

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，中证鹏元整理

### 附录三 2025年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
上声电子（合肥）有限公司	10,000.00 万人民币	100.00%	生产
苏州延龙电子有限公司	5,898.64 万人民币	100.00%	生产
苏州茹声电子有限公司	5,500.00 万人民币	100.00%	生产
苏州智音电子有限公司	2,000.00 万人民币	51.00%	生产
苏州延龙科技有限公司	2,000.00 万人民币	100.00%	生产
中科上声（苏州）电子有限公司	1,000.00 万人民币	70.00%	研发
智声科技（苏州）有限公司	1,000.00 万人民币	100.00%	生产
苏州乐弦音响有限公司	1,500.00 万人民币	100.00%	生产
苏州上声国际贸易有限公司	50.00 万人民币	100.00%	贸易
Sonavox CZs.r.o	3,500.00 万捷克克朗	100.00%	生产
Sonavox Technology CZ s.r.o	2,200.00 万捷克克朗	100.00%	生产
Sonavox Industriae Comerciode Altos FalantesLtda.	4,898.57 万巴西雷亚尔	100.00%	生产
Detroit Sonavox Inc.	20.00 万美元	100.00%	销售
Sonavox Europe GmbH.	2.50 万欧元	100.00%	销售
MexicoSonavox Electronics Co.S.de R.L.deC.V.	9,340.12 万墨西哥比索	100.00%	生产
Mexico Sonavox Technology Co.S. de R.L. de C.V	95.38 万墨西哥比索	100.00%	生产

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录四 公司董事会成员变动情况

姓名	职务	任期起始日期	任期终止日期
杨凯	董事	2024-04	2027-04
薛誉华	独立董事	2024-04	2027-04
张腊娥	独立董事	2024-04	2024-07
丁春荣	独立董事	2024-08	2027-04
戈晓华（离任）	董事	2019-06	2024-04
陈立虎（离任）	独立董事	2017-12	2024-04
方世南（离任）	独立董事	2017-12	2024-04
秦霞（离任）	独立董事	2017-12	2024-04
张宝娟（离职）	独立董事	2024-04	2024-07

资料来源：公司 2024 年年度报告，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+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

## 附录六 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